

# 資本取引自由化のsequencing

## 日本の経験と中国への示唆

東京大学大学院総合文化研究科教授（前国際協力銀行開発金融研究所主任研究員） 荒巻 健二

### 要約

本稿は、1960年代、70年代を中心に資本取引自由化に関するわが国の経験をレビューし、ある意味で当時の日本と似た状況に置かれている現在の中国に対し、今後の資本取引自由化についてインプリケーションを抽出することを目的とするものである。

90年代末のアジア危機は前提条件を満たさないままの急速な資本取引自由化が大きなリスクを伴うものであることを示し、資本取引自由化には適切な順序付け（sequencing）が重要であることがほぼ国際的コンセンサスとなったが、現在にいたるまで具体的にどのような手順で自由化を進めるべきかについては、意見の集約はみられていない。

わが国のケースを見ると、戦後長い年月をかけて経済自由化が進められたが、主要分野別では、まず貿易自由化が実施され、次いで資本取引自由化、最後に金融自由化が行われた。資本取引については、原則禁止に基づく1949年の外国為替及び外国貿易管理法（以下、「外為法」という）の制定から、80年改正外為法による原則自由の体系への移行、更に97年改正法による許可・事前届出の原則廃止、外為業務の自由化に至るまで約半世紀を費やし、主要な自由化が進められた60年代から70年代をとっても20年近い年月をかけ漸進的に自由化が進められた（gradualismの採用）。この時期のわが国は高度成長、貿易黒字の定着等から基本的には為替の増価圧力に曝されていたが、その中で固定相場制からフロート制への移行、2度にわたる石油危機の発生等国际金融上の大きな事件が発生し、激しい短資流出入によって国際金融市場がたびたび大きく動揺することとなり、これに対しわが国は為替・資本取引規制の頻繁な発動等を通じ市場の安定化への努力を余儀なくされた。

中国は、現在事実上の固定相場を維持する一方、原則禁止体系と言える厳しい資本取引規制を行っているが、経済の高成長、巨額の国際収支黒字と外貨準備の累積等を背景に、為替レート制度の見直しが検討課題となっており、資本取引規制の一部緩和にも乗り出している。こうした意味で現在の中国は、60年代、70年代のわが国と重要な共通点を有すると言え、自国通貨の国際化への姿勢や国内金融セクターの脆弱性等重要な相違点もあるが、なおわが国の経験から得るところは多いと思われる。こうした共通点・相違点を踏まえると、中国の今後の資本取引自由化への取り組みに対し、わが国の経験から次のようなimplicationを得ることができると思われる。

- ① 中国は、資本取引自由化に対しわが国のようにgradualism（漸進主義）に則って対応することが適当であると思われる。これは、60年代、70年代のわが国や近年のアジア諸国が経験したように、国際金融市場において資本フローの逆流は不可避であること、ニクソンショック時のわが国のように中国において現行規制下でも貿易関連等による巨額の短期資本移動が生ずる可能性があり、大量急激な資本移動のリスクは既に相当に大きなものとなっている可能性があること等を理由とするものである（ちなみに、アジア危機時には中国からは貿易関連フローを主因に400億ドルを超えるその他投資の流出（98年）が生じており、ちょうど同規模の対内直接投資による流入がなければ元ははるかに大きな切り下げ圧力に曝されていたと考えられる）。
- ② 具体的な自由化プログラム策定に当たっては、例えば、よりリスクの少ない取引の先行的自由化（逆の例として、わが国が60年に導入した非居住者自由円勘定は後に短資フローの重要なチャネルとなった）一般的自由化に先立つ試行的自由化の実施及びemergency measureの留保（わが国が数十年前に行ったような自由化措置の頻繁な後戻りは、自由化思想が浸透している現在は受け入れ

られにくい) 銀行の為替管理機構としての活用(97年改正前までわが国で有効に機能)などが有用と考えられる。他方、自由化のタイムフレームについては、規制の有効性がかつてよりも低下している可能性があること等を考えると、わが国のように数十年という期間は非現実的であり、かなり短縮化されたものが求められていくと考えられる。

- ③ 資本取引自由化措置は、わが国の経験に照らしても、それが対外投資を促進するものであれ、対内投資を促進するものであれ、ショック発生時に移動しうる資金量を増加させることになる(ストック調整が生じうる)。このため、大きな資本取引自由化措置を、為替レート制度見直しという資本フローに重大な影響を及ぼす制度変更在先立って実施することは適当でないと考えられる。
- ④ わが国では(理論の教えるところとは異なり)資本取引自由化が金融自由化に先行したが、70年代初めにフロート制度に移行していたことから、資本取引自由化が進んでも規制された国内金融市場と自由な国際金融市場との間の資本移動圧力は緩和された可能性がある。仮に中国が現在の固定為替相場を維持しながら、資本取引自由化により内外金融市場を統合する場合には、資本移動圧力が著しく高まる可能性があることに留意が必要である。
- ⑤ 中国特有の要素として、金融セクターの健全性確保の必要性、香港ID保有者による元預金口座の存在、内資と外資の異なる取り扱いの存在等の問題に留意が必要である。

最近のIMFスタッフの研究によると、資本取引自由化のsequencingについて単一のアプローチは存在しないとされ、わが国の経験の適用に当たっても、中国の現在の状況の注意深い評価に基づく必要があるが、そうした作業を通じて、中国がグローバル金融市場への統合を過度のリスクを回避しつつ適切に進めることは、わが国を含めた世界経済にとって極めて重要な課題となっていると言える。

## 目 次

はじめに .....	51
第1章 アジア危機の教訓と資本取引自由化に関するIMFにおける検討状況 .....	52
1. 資本取引規制に関するアジア危機の教訓 .....	52
2. IMFにおける資本取引自由化のあり方に関する検討 .....	53
(1) IMF協定と資本取引自由化 .....	53
(2) アジア危機を契機としたIMFの姿勢の変化 .....	53
(3) 資本取引自由化の順序付けに関するIMFペーパー .....	54
第2章 日本の経験 .....	55
1. 経済全体の自由化における資本取引自由化の順序 .....	55
(1) 概要 .....	55
(2) 貿易自由化 .....	56
(3) 為替・資本取引の自由化 .....	60
(4) 金融自由化 .....	61
2. 資本取引自由化の取引種類別sequencing .....	61
3. 60年代末から70年代にかけて国際金融市場の動揺と短資規制 .....	63
4. まとめ .....	70
第3章 中国の資本取引自由化と日本の経験のrelevancy .....	70
1. 中国の資本取引規制の現状 .....	70
2. わが国の経験のrelevancyと中国へのimplication .....	72

( 1 ) 基本的文脈の共通性と国際環境の相違点 .....	72
( 2 ) 日本の経験に基づく中国へのimplication .....	72
おわりに .....	75

## はじめに

本稿は、資本取引規制の自由化のあり方について、わが国の経験を紹介し、中国へのimplicationを探るものである\*1。

資本取引規制のあり方については、アジア通貨危機で最も深刻な影響を受けた国々が比較的自由的な資本取引規制を有していた一方で、中国やベトナムなど厳しい資本取引規制を有する国が直接的な影響を免れたことから、拙速な資本取引規制の自由化が危機の重要な原因となったのではないかとの議論が行われた。その後の検討を経て、前提条件を満たさないままでの急速な資本取引自由化は大きなリスクをもたらすものであり、適切な順序付け (sequencing) が重要であることが次第に国際的コンセンサスとなった。しかしながら、具体的にどのような手順で自由化を進めるべきかについては、意見の集約は見られていない。

現在中国は米ドルへの事実上の固定相場を維持する一方、厳しい資本取引規制を行っているが、高度経済成長の持続、巨額の国際収支黒字と外貨準備の累積などを背景に、その為替レート制度のあり方についてより柔軟性を高めるべきであるとの議論が行われている。中国政府は現在為替レート制度の見直しについて検討を進めるとともに、外貨準備の激増緩和を図るため厳格な資本取引規制を一部緩和し、ポートフォリオ証券投資などに

係る内外資本フローをより広く認める改革を徐々に打ち出している。しかし、全体としてどのように資本取引自由化を進めていくかグランドデザインが出来ている状況にはないと思われる。

このため、本稿ではわが国が為替管理・資本取引の自由化への本格的取組みを開始した1960年代からニクソンショックを経て固定相場制からフロート制に移行した70年代までを中心に、わが国の資本取引自由化のプロセスをレビューし、中国が今後とるべき政策へのimplicationを探ることとしたい。

本稿の構成は次の通りである。先ず第1章では、イントロダクションとして、アジア危機の教訓と資本取引自由化に関するIMFにおける検討状況を紹介する。第2章では、60年代から70年代を中心とした日本の経験を、①経済全体の自由化の中での資本取引自由化の位置付け、②取引形態毎の資本取引自由化のsequencing、及び③短資規制としての為替管理・資本取引規制の活用 of 3つのパートに分けて紹介する。最後に第3章で、日本の経験を踏まえ中国へのimplicationを論ずる。

\*1 本稿の執筆に当たっては、資料の収集及びデータソースの発掘等に関し、佐藤正之財務省財務総合研究所国際交流室長、松井正人同国際交流専門官、木原大策同補佐、坂地克俊同調査主任、大西靖在中華人民共和国大使館参事官、仲信祐IMF理事補、土屋友幸氏 (元国際協力銀行開発金融研究所主任研究員)、錦織節子氏及び齊藤啓氏 (ともに国際協力銀行開発金融研究所)、山口睦子氏 (元国際協力銀行開発金融研究所) 及び千葉喜代子氏、宮崎かつ子氏、横山純子氏ほかの国際協力銀行開発金融研究所図書資料室のスタッフの方々大変お世話になった。また、本稿の初稿作成過程において、松山鎌志氏 (元大蔵省国際金融局)、鈴木恭人在香港総領事館領事、桑田良望みずほ総合研究所理事、山下元国際協力銀行開発金融研究所主任研究員より有益なコメントをいただいた。また、太田智之財務省財務総合政策研究所研究員には、データの収集、分析及び図表化 (特に図表1、2及び3は同氏の作成である) 等論文作成の各プロセスを通じ極めて的確で迅速なサポートをいただいた。これらのご厚意に対し、ここに記し心よりお礼申し上げるものである。また、本稿の企画・作成のプロセスを通じ徳久徹前国際協力銀行開発金融研究所副所長 (現同行国際審査部長)、米田篤裕同研究所次長には暖かいご理解とご支援をいただいた。また、橋田正造同研究所長には常に激励していただいた。改めて厚く感謝の意を表したい。なお、言うまでもなく本稿に誤りや分析の不十分な点がある場合にはその責任はすべて筆者個人に帰属するものである。また、本稿の記述のうち意見にわたる部分は、筆者個人の見解であり、国際協力銀行ほか筆者がこれまでに帰属したいかなる組織の意見をも代表するものではない。

# 第1章 アジア危機の教訓と資本取引自由化に関するIMFにおける検討状況

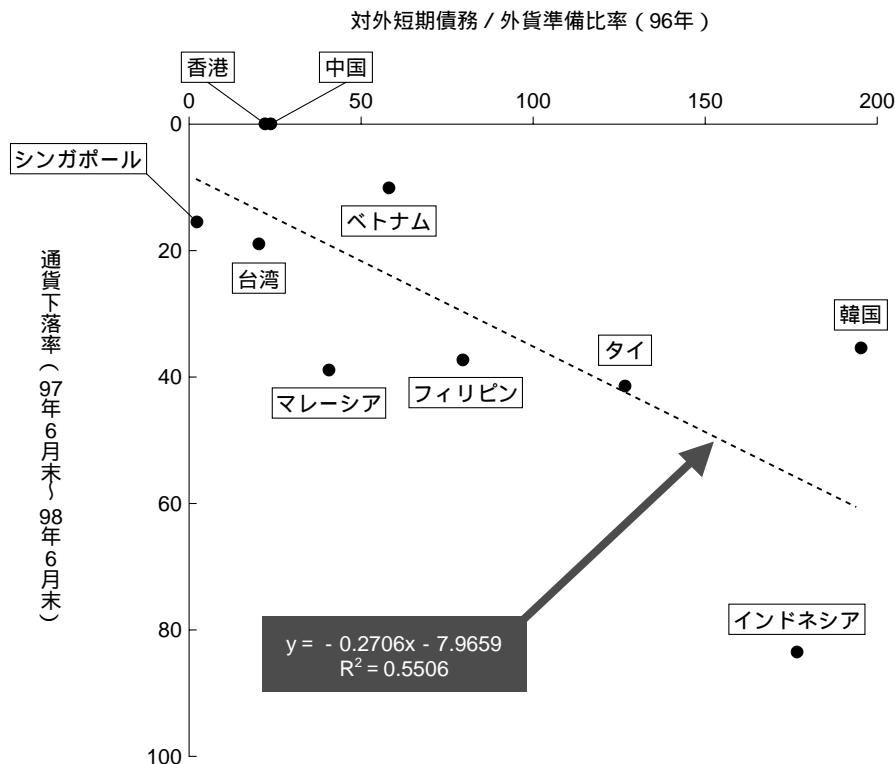
## 1. 資本取引規制に関するアジア危機の教訓

アジア危機の最大の教訓の1つは、短期資金移動の不安定性がもたらす巨大なリスクであった。図表1は危機5ヶ国を含むアジアの10カ国について、96年時点の対外短期債務/外貨準備比率と、97年6月末から98年6月末までの1年間の通貨下落率の関係を示しているが、対外短期債務/外貨準備比率の高い国がより急激な為替レートの下落

を経験する傾向があり、短期債務のもたらすリスクが示されている\*2。

わが国はアジア危機勃発以降、短期資金フローの不安定性が果たした役割の大きさを指摘し、性急な資本取引自由化の回避、危機時の資本規制などを主張した。当初国際的な理解は少なかったが、98年夏にロシア危機が発生し、中南米が資金流出圧力にさらされ、更に米国ベースの著名なヘッジファンドが経営危機に瀕するなどの世界的な金融市場の混乱を経て、次第に国際的な理解も広がり、99年6月に合意されたケルンサミットに向けたG7蔵相会議報告書「国際金融システムの強化」には、過度の借入れ、特に外貨建て借入れに著しいリスクと脆弱性が伴うこと、資本取引自由化を注意深く、秩序立って進める必要性があ

図表1 アジア諸国の対外短期債務/外貨準備比率(96年)と通貨下落率(97年6月末-98年6月末)



注1) ベトナムの対外短期債務は延滞利子を除く。

注2) 外貨準備はinternational reserves。

出典) World Bank, *Global Development Finance*, ADB, *Key Indicator 2001*

\*2 アジア危機の経験は、通貨危機のメカニズムに関するバランスシート・アプローチと呼ばれる新たな理解を生んだ。この見解によれば、ある国の、金融ショックを含め様々なショックに対する耐久力は、その国全体の(あるいは金融セクター、公共セクター、企業セクターなどの個別セクター毎の)資産・負債の構造、特に対外債務と対外流動資産の構造に大きく依存するとされる。本文に掲げた対外短期債務/外貨準備比率を、対外脆弱性の代理指標ととらえる考えは、危機の原因について、バランスシート・アプローチと共通の理解に立つといえる。

ること、資本流入規制が国内金融システムが強化されるまでの過渡的な期間において正当化されうること、資本流出規制についても例外的な状況で必要となりうることなど、自由な資本移動を支持してきた従来の国際社会における支配的な見解とはかなり異なる内容が盛り込まれた。

## 2. IMFにおける資本取引自由化のあり方に関する検討<sup>\*3</sup>

アジア危機の原因について、IMF（及びそれを強く支持した米国）は、当初金融セクターの脆弱性など危機国の構造問題が主因であるとの考えに立ち、危機克服には構造改革が不可欠であると主張した。しかし、その後の危機の広がりや深刻化、IMF処方箋に対する批判の高まりを受け、IMFは徐々に考えを修正し、次第に拙速な資本取引の自由化が危機の発生に果たす役割を強調するようになった<sup>\*4</sup>。本項では、資本取引自由化に対する従来のIMFの姿勢とその変化、資本取引自由化の順序付けに関する最近のIMFの研究成果について触れる。

### (1) IMF協定と資本取引自由化

IMF協定は、加盟国が、貿易などの經常取引に関する支払いについて制限を課すことを原則として禁止しているが、この禁止は資本移動を目的とする取引に適用されるものではない。逆にIMF協定第6条第3項は、「加盟国は、国際資本移動の規制に必要な管理を実施することができる」と定めている。

こうした規定を背景に、従来よりIMFは、加盟国に対し資本取引自由化に向けた全体的な指針を示してその促進を図るといったアプローチはとらず、4条コンサルテーションなどの機会を活用して個別にその考えを示すということを基本的ス

タンスとしてきた。その場合でも、先進国については、一般的にはOECD資本自由化コードが資本取引自由化の原動力であり、IMFは主要な役割を果たしていないとみられる。他方、途上国については、IMFは、ケース・バイ・ケースのアプローチをとったとしているが、一般的には途上国による資本取引規制の自由化措置を歓迎し、その一方で規制強化をdiscourageすることを通じて、個別に自由化を推進してきたと見られる。例えば、大量の資本流入が問題となったケースでIMFは財政・金融・為替レート政策の適切な組み合わせによる対応を適当とし、資本移動規制の強化は一般的にdiscourageしたこと、国際収支の悪化に対して資本規制の再導入で対応することに対しては一般的に好まなかったこと（general distaste）が指摘されている<sup>\*5</sup>。

### (2) アジア危機を契機としたIMFの姿勢の変化

90年代に入ると、資本自由化の進展と金融市場のグローバル化を背景に、資本自由化に対しIMFがよりフォーマルな役割を果たすべきではないかとの議論が行われるようになり<sup>\*6</sup>、97年4月のIMF暫定委員会は、自由な資本移動が世界経済に利益をもたらすとの認識の下、IMF協定を改正し資本取引自由化の促進をIMFの目的とすることに合意した。しかし、その直後に発生したアジア危機の中で資本取引自由化のリスクに対する慎重な見方が次第に優勢となり、協定改正へのモメンタムは当面失われることとなった。

その後先に触れた99年6月のG7蔵相会議報告を経て、資本取引自由化に対するIMF自身の姿勢も徐々に慎重なものに変化し始める。その基本的な考え方は、資本取引の自由化は大きな利益をもたらすものであるとの従来の基本スタンスを維持しつつも、その利益を享受するためには資本取引自由化の注意深い管理と順序付けが必要であ

\*3 本項の記述に関しては、拙稿「金融グローバリゼーションが途上国の成長と不安定性に及ぼす影響」IMFスタッフによる実証結果のサーベイ」国際協力銀行開発金融研究所報2004年2月第18号pp 114-137参照。

\*4 これに対し、米国は最近のシンガポール及びチリのFTA締結交渉（それぞれ2003年5月及び6月に調印）において、資本取引規制の全面放棄を要求したと報じられており（最終的には全面放棄なしに合意が成立）他国に対し資本取引の全面自由化を求める米国の姿勢には変化がないことが示されている。

\*5 Age bakker and Bryan Chapple “Advanced Country Experiences with Capital Account Liberalization” IMF Occasional Paper 214 p. 1-2 及び Peter J. Quirk, Owen Evans et al. “Capital Account Convertibility Review of Experience and Implications for the IMF Policies” 1995, IMF Occasional Paper 131 p. 5, 10, 22-26参照。

り、IMFは必要な条件の明確化とその整備を促進していくというものである。IMFはかかる観点から、金融セクター等に係る国際的に認知された良い慣行に係る基準・コードの普及を通じ、各国における制度政策の整備を促進し、これにより危機の事前予防を図ることに注力しているが\*7、あわせて加盟国の資本取引規制の採用とその自由化の経験をレビューするなど、資本取引自由化の問題の理解に努力を払ってきた。特に、2000年5月に就任したケーラー専務理事\*8によりスタッフに対し資本取引の自由化の順序付けに関する現実的な助言を作成するように指示が出されたことや国際通貨金融委員会（旧暫定委員会）から同様の要請が行われたことを受けIMFは資本取引の秩序だった自由化のあり方について検討を進めた。

### （3）資本取引自由化の順序付けに関するIMFペーパー

現在にいたるまで、資本取引自由化のsequencingの具体的あり方についてのIMFとしてのformalな見解は提示されていないが、これまで公表されたpaperの中ではIMF理事会セミナーに提出されたペーパーをベースとして2002年に公表された資本取引自由化と金融セクター安定性に関する

ペーパー\*9が最もrelevantである。同paperは、9カ国\*10の資本取引自由化の経験の分析を踏まえ、sequencingのあり方について検討を行った結果、次のようなobservationを示した。

- ① 資本取引自由化と他の政策との順序付けと調整に関する単一のアプローチは存在しない。
- ② 資本自由化と他の政策との間の相互作用は複雑でかつ相当の不確実性を伴うため、それらを独立に分析することはできない。
- ③ したがって、順序付けの実際的なプランの設計は、個々の国の状況の注意深い評価に基づく必要があり、判断を要する問題である。
- ④ 多くのケースで、gradualなアプローチが必要かもしれないが、gradualなアプローチが秩序だった自由化を保証するものではない。
- ⑤ 各国はマクロ経済状況が変化し、あるいは脆弱性が高まる場合には順序付けのプランの変更を行う用意をしておく必要がある。
- ⑥ 場合によっては、状況が好転するまでそれ以上の自由化を遅らせる非常用の（contingency）プランを採用することが適当となり得る。
- ⑦ ある国で成功したアプローチを他国に適用することには注意が必要である\*11。

これらのポイントは、資本取引の自由化は資本

\*6 かかる議論を主導したのがIMF自身であるのか、あるいはIMF理事会を構成する特定の国（々）であるのかについては、明らかではない。メディアの報道では、米国ではレーガン政権時代に自由な資本移動の実現が政策課題として取り上げられ、クリントン政権時代にはこれが日本のような大きな国以外にも向けられるようになったこと（その具体例として、韓国のOECD加盟に関する米財務省の自由化要請優先分野に、米国金融サービスコミュニティにとって利害がある事項として、韓国企業による対外短期・長期借入れの認容、外国投資家による韓国株式投資の緩和等が挙げられていたことが紹介されている）英国が資本取引自由化をIMFの管轄とすることを早くから支持したこと（ただし、このアイデア（資本取引自由化をIMFの管轄とすること）は米国出身で米財務省にレポートするIMFスタッフから出されたものであるとも指摘している）が報じられている（Nicholas D. Kristof with David E. Sanger, "How U.S. Wooed Asia to Let Cash Flow in," New York Times, February 16, 1999 (<http://www.mtholyoke.edu/acad/intrel/survey2.htm>))。こうした主要国政府の政策及び資本自由化に対するIMF自身の従来からの好意的姿勢を背景に、IMF自身も90年代半ばまでには資本自由化をIMFの管轄とすることについてスタッフのリサーチという形で言及するようになっていく（たとえば、Peter J. Quirk, Owen Evans et al. [1995] pp. 6-10参照）。

\*7 IMFは、近年の危機の主要な教訓は、IMFの業務の中核は危機防止にあるということであるとし、加盟国の金融システム全体を評価する「金融セクター評価プログラム」、国際的に認知された良い慣行に関わる「基準・コードの遵守状況に関する報告書」などの作業を推進している。その一方で、危機解決策に関する検討がそれほど進んでいないという問題がある。

\*8 2004年3月に辞職。

\*9 A Staff Team Led by Shogo Ishii and Karl Habermeier "Capital Account Liberalization and Financial Sector Stability" 2002, IMF Occasional Paper 211。なお、Occasional Paperは、一般的に筆者の見解を示すもので、必ずしもIMFの見解を反映するものではないとの位置付けである。しかし、本paperは、IMFにおいて各国の資本取引規制の状況のフォローを担当する部局が作成し、前述のようにIMF理事会セミナーで議論されたpaperに基づき執筆されたもので、個人のものであるとはいえ、IMFにおける業務経験やIMFスタッフとしての考え方を反映するものであると考えられる。

\*10 9カ国とは、金融危機に陥ることなく資本取引の自由化を実施した4ヶ国（オーストラリア、ハンガリー、南アフリカ、英国）及び金融危機ないし対外危機を経験した5ヶ国（韓国、メキシコ、スウェーデン、トルコ、パラグアイ）である。

の国際的な配分の改善等を通じ世界経済に利益をもたらすといった従来往々にして見られた画一的な主張とは一線を画するもので、IMF内での検討が現実的な方向に変化してきていることをうかがわせる。なお、本稿のテーマである日本の経験に基づく中国への示唆の抽出というコンテキストから言えば、一国の経験の解釈に当たっては、その国が置かれていた外的環境や国内経済状況、制度政策の状況を適切に把握し、他国へのapplicabilityを慎重に判断することが必要であることになる。かかる点を頭に置いた上で、次章では、わが国の自由化のプロセスをその時々々の状況を踏まえつつレビューしていこう。

## 第2章 日本の経験

本章では、戦後の日本における資本取引自由化のsequencingについて、事実関係を整理し、その特徴を探る。

本章は次の3つのパートに分かれている。第1に、経済全体の自由化のなかで資本取引自由化はどのような順位で行われたか、即ち、他の分野の自由化との前後関係である。第2に、資本自由化の中でどのような取引の自由化が先行したか、つまり、つまり資本自由化のcomponent間の前後関係である。第3は、ニクソンショック、石油危機等の国際金融市場の混乱の中、フロート制への移行が行われた60年代末から70年代に焦点を当て、外的ショックに伴う大量の短期資金フローに対し、わが国が為替管理・資本規制の活用によ

り、どのように対応したかを取り扱う。これは、取引類型毎のsequencingのあり方と潜在的危機との関係及び危機対応策のあり方について重要な教訓を与える。

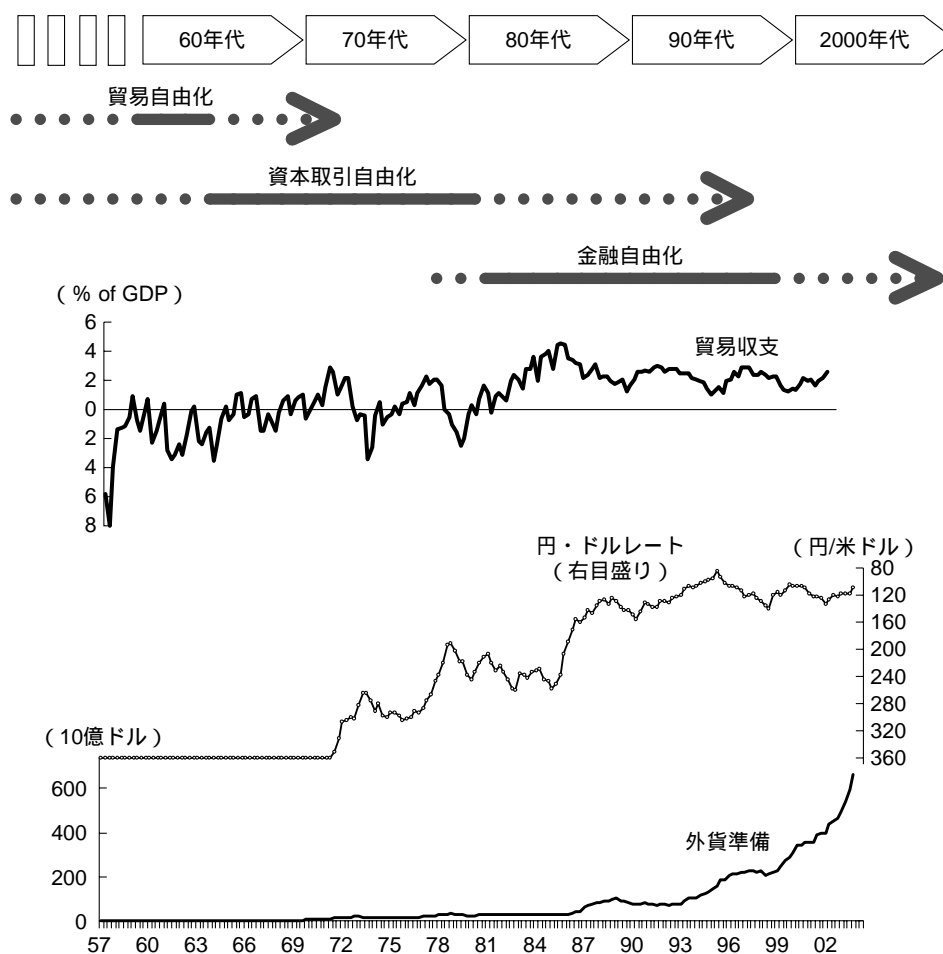
### 1. 経済全体の自由化における資本取引自由化の順序

#### (1) 概要

まず、経済全体の自由の中で資本取引自由化はいかなる位置を占めたか見てみよう。図表2は、貿易（輸入）自由化、資本取引自由化、金融自由化の3分野における自由化がどのような順で行われたかを示している。結論から言えば、戦争直後の日本ではこれら3分野のいずれにおいても厳しい規制が行われていたが、輸入自由化、資本取引自由化、金融自由化の順で自由化が進められた。即ち、まず、①40年代後半から70年代初め、特に60年代の初めから半ばにかけて、輸入自由化が本格的に進められた。この時期の貿易収支（貿易統計ベース）は赤字基調である。その後、②60年代前半から90年代後半の長い年月をかけ、特に60年代半ばから70年代末までの時期に、為替・資本取引規制の自由化が進められた。この時期には、60年代半ばからは貿易収支（貿易統計ベース）は黒字を計上する年が増え、70年代初頭の黒字拡大とともに円は切り上げ、フロートへの移行、急速な増価を経験するが、その後の2度にわたる石油危機時には貿易収支の悪化と円レートの減価という激変の下に置かれた。最後に、③70年代末から90

\*11 同ペーパーは、さらに、資本取引自由化は、金融システムの安定性にプラスとマイナスの両方の影響を及ぼし得る（p 7）、大量の資本流入は内需を増大させ、経常赤字を拡大し、しばしば国内銀行融資を急増させる（p 8）、資本自由化後に資産価格が均衡価格から乖離し不安定となることがありうる（p 9）、といった注目すべき見解を述べている。なお、同ペーパーは、こうした一般的なobservationを示した上で、資本取引自由化と他の政策の順序付けと調整を行うに当たり、有益であると考えられる次の10の一般原則を提示している。①国際的資本フローの自由化、より一般的には金融自由化は、健全かつ持続可能なマクロ経済政策の下で実施されるのが最善である。②マクロ経済の安定化に資する個別の金融セクター改革（中央銀行改革など）は優先的に実施されるべきである。③実務上リンクし相互に補強しあう金融セクター改革（例えば、市場ベースの金融為替政策手段の導入と金融・為替市場整備策など）はいっしょに実施されるべきである。④効率の向上と市場の育成を図る改革を補完するため、健全性規制・監督及び金融リストラ政策を実施すべきである。⑤取引形態（instruments）毎、ないしセクター毎の資本フローの自由化は、付随するリスクを考慮して順序付けるべきである。例えば、短期フローに先立ち、長期フロー、特にFDIを自由化することが望ましいことを、ほとんどのケースが示している。⑥改革のベースを考えるに当たっては、非金融企業や他の機関の財務構造（例えば、debt equity ratio、foreign currency exposureなど）及び金融機関のloan portfolioの質とcapital baseに対する改革の影響を考慮すべきである。⑦十分な技術的な準備とcapacity buildingに相当のlead timeの必要な改革は早期に開始しなくてはならない。⑧改革は、現在実施されている規制の実効性を勘案する必要がある。⑨自由化のベース、タイミングと順序付けは、政治的及び地域的考慮を勘案する必要がある。⑩政策の透明性とデータ開示の制度を資本取引自由化をサポートするように調整する必要がある。

図表2 日本における経済自由化のsequencing



注) 外貨準備はtotal reserves minus gold.  
出典) IMF, *International Financial Statistics*

年代にかけて金融自由化が進められた。この時期には大幅な貿易黒字が定着し円レートも90年代前半まで増価基調をたどる。以下、図表3に即してその内容を分野毎に簡単に見てみよう。

## (2) 貿易自由化

終戦によりわが国は連合軍総司令部の管理下に入ったが、アメリカの「初期の対日方針」(1945年9月22日)等に基づき、終戦直後においては、本邦居住者による輸出入、外国為替取引などの対外経済取引は、原則として全面的に禁止され、司令部の事前承認に基づく日本政府の許可なしに行

うことはできなくなった<sup>\*12</sup>。しかし、飢餓の克服を初め戦後の経済建直のためには緊急に必要とする物資の輸入が必要であり、これを賄う輸出が必要とされたことから、政府は総司令部の了解を得て45年12月、わが国の貿易の一元的運営機構として貿易庁を設立し、国営貿易を開始した<sup>\*13</sup>。その後、47年8月以降、輸出については民間貿易が徐々に再開され(但し輸入については全面的に政府貿易)、更に、冷戦を背景とするアメリカの対日政策の転換に伴い、国際経済への早急な復帰・貿易を通じた日本経済の自立促進の方針の下、49年には、1ドル=360円の単一為替レート

\*12 大蔵省財政史室編「昭和財政史 終戦から講和まで 15 国際金融・貿易」1976年、東洋経済新報社、pp 3 5。以下、本項の記述は主として同書によっている。

\*13 貿易に伴う為替業務は総司令部の認可により進出した外国銀行が取り扱い、かつ外貨資金は全て総司令部が直接管理した。



図表3 日本の経済自由化のsequencing

時 期	貿 易 自 由 化	為 替 ・ 資 本 取 引 自 由 化	金 融 自 由 化	備 考
1940年代 (終戦以降)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 政府による貿易の全面的管理 ( 国営貿易 ) ( 45 .12 )</li> <li>・ 「 外国為替及び外国貿易管理法 」 制定 ( 49 .12 ) ( 為替と貿易の一体管理 )</li> <li>① 輸出自由の原則、輸入の政府輸入から民間輸入 ( 承認制 ) への切り替え、輸入にかかる外貨予算制度 ( 輸入金額、品目を規制 ) の採用</li> <li>② 外国為替・資本取引の原則禁止・例外自由</li> <li>③ 外貨集中制の採用</li> <li>④ 外国為替銀行の為替管理上の機構としての活用</li> </ul>			<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 単一為替レートの設定 ( 1 ドル = 360 円 ) ( 49 .4 )</li> </ul>
1950年代		<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 「 外資に関する法律 」 制定 ( 50 .5 ) ( 優良で長期の外資導入を促進 )</li> <li>・ 統一的な 「 標準決済方法 」 ( 許可を要さない決済方法 ) の制定 ( 50 .11 )</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 欧州通貨の交換性回復 ( 58末 )</li> </ul>
1960年代	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 「 貿易為替自由化計画大綱 」 閣議決定 ( 60 .6 ) ( 輸入自由化率 ( 60年4月現在で40% ) を、3年後におおむね80% ( 石油・石炭を自由化した場合にはおおむね90% ) に引き上げる )</li> <li>注) 輸入自由化率 = 59年の輸入総額に占める、自由化 ( 輸入数量制限撤廃 ) 品目の59年における輸入額の割合</li> <li>・ 自由化率93%達成 ( 64 .4 ) ( 欧米の水準に到達 )</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 同左 ( 60 .6 ) ( 為替については經常取引の2年以内の原則自由化、資本取引については 「 国内経済の発展に悪影響のないよう留意しつつ、逐次、規制を緩和する 」 )</li> <li>・ 対外決済への円の使用を容認 ( 60 .7 )</li> <li>・ 非居住者自由円勘定導入 ( 60 .7 )</li> <li>・ 企業による短期外貨借入れの個別審査での導入を認容 ( 60 .11 )</li> <li>・ 民間企業による戦後初めての外貨債のアメリカでの発行 ( 61年 )</li> <li>・ 民間企業による海外での株式発行 ( DR形式 ) 開始 ( 61年 )</li> <li>・ IMF 8 条国移行 ( 64 .4 )</li> <li>・ 外貨予算廃止 ( 64 .4 )</li> <li>・ 非居住者による円滑な証券投資のため、主要証券業者に非居住者証券特別勘定開設 ( 64 .5 ~ )</li> <li>・ 第1次資本自由化 ( 67 .6 ) ( 対内直接投資の本格的自由化開始。33業種を50%まで自動認可 ( 第1類 )、17業種を100%まで自動認可 ( 第2類 ) )</li> <li>・ 対内株式投資規制の緩和 ( 67 .7 ) ( 株式取得の自動認可限度を、外国投資家全体で制限業種で発行株式の10%を15%に、非制限業種で15%を20%に、1投資家当りで5%を7%に引上げ。以後、70年9月、71年8月にも、限度引上げ。73年5月、原則100%まで自由化 ( 但し当該会社の</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 日本、OECD加盟 ( 64 .4 )</li> <li>・ 日本、OECD資本自由化コードの18項目 ( 直接投資を含む ) につき留保 ( 64 .4、9 )</li> </ul>

1960年代 続き		<p>同意が在る場合に限る))</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・円転規制導入(68.2)(為銀が対外借入れ等で取入れた外貨を円に転換することを規制)</li> <li>・第2次資本自由化(69.3)(第1類33-160、第2類17-44)</li> <li>・対外直接投資自由化開始(69.10)(72年6月に海外直接投資原則自由化)</li> </ul>		
1970年代	<ul style="list-style-type: none"> <li>・自由化率95%(72.4)(輸入自由化一段落)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・対外証券投資自由化開始(70.4)(従来は全面的に禁止。70年4月に証券投資信託に外国証券組み入れを許可し、以後、70年代半ばにかけ、他の機関投資家、一般投資家に対し、徐々に外国証券の購入を自由化)</li> <li>・第3次資本自由化(70.9)(第1類160-447(銀行業、保険業を含む)、第2類44-77)</li> <li>・非居住者による円建て外債発行開始(70.12)(発行体は、アジア開発銀行)</li> <li>・第4次資本自由化(71.8)(第1類をネガティブ・リストに転換(個別審査7業種)、第2類77-228)</li> <li>・外貨集中制度廃止(72.5)</li> <li>・第5次資本自由化(73.5)(農林水産業、小売業等5業種を除き、100%自由化)</li> <li>・小売業自由化(75.6)(例外4業種を除き、100%自由化。対内直接投資自由化完了)</li> <li>・資本取引の自由化及び簡素化(77.6、78.1)</li> <li>・外為法全面改正(79.12) <ul style="list-style-type: none"> <li>① 資本取引を原則自由(事前届出制)に変更(対外借入れ、ポートフォリオ投資としての対内・対外証券投資は事前届出制に)</li> <li>② 大量の資金移動、外為相場の急激な変動等を生む場合、大蔵大臣が資本取引を許可制にすることができる(有事規制)</li> <li>③ 届け出に係る一定の資本取引については、わが国金融市場に悪影響を及ぼす等の場合、大蔵大臣は当該資本取引の内容の変更・中止を勧告・命令できる(対外貸付け、対内・対外証券発行、対外・対内直接投資等が対象)</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・CD(自由金利)創設(79.5)(金利自由化の開始)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・欧州通貨不安、西独、蘭、フロート移行(71.5)</li> <li>・ニクソン・ショック(71.8.15)</li> <li>・英、伊、北欧、スイス等フロート移行(71.8)</li> <li>・円、暫定的フロートに移行(71.8.27)</li> <li>・スミソニアン合意(71.12.18)、1ドル=308円に(71.12.19)(変動幅は上下2.25%(301.07円~314.93円)に拡大)</li> <li>・欧州通貨危機再燃(73.1)</li> <li>・円、フロート移行(73.2.14)</li> <li>・主要通貨、全て米ドルに対してフロート(73.3)</li> <li>・第1次石油危機勃発(73.10)</li> <li>・第2次石油危機(78.12)</li> </ul>
1980年代		<ul style="list-style-type: none"> <li>・先物為替取引の実需原則撤廃</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・非居住者ユーロ円債発行</li> </ul>	

1980年代 続き	( 84 .4 ) ・円転規制撤廃 ( 84 .6 )	( 84 .12 )( 以後、ユーロ円に 係る取引、逐次自由化 ) ・市場金利連動型預金 ( MMC ) 導入 ( 85 .3 ) ・円建てBA市場創設 ( 85 .9 ) ・大口定期預金金利自由化 ( 85 .10 ) ・オフショア市場創設 ( 86 .12 ) ・CP創設 ( 87 .11 )	・プラザ合意 ( 85 .9 )
1990年代 以降	・外為法の改正 ( 97 .5 成立 ) ① <u>資本取引につき、許可・ 事前届け出を原則廃止</u> し、事後報告に変更 ( 法 律名から「管理」を削除 ) ② <u>外為業務を自由化</u> ( 外為 銀行の認可制度廃止。為 銀主義の廃止 ) ③ 経済制裁等の機動的発動 のための大蔵大臣による 許可制発動の要件整備 ④ 報告義務の整備	・金融制度改革関連法成立 ( 92 .6 )( <u>子会社設立を通じ た銀行・証券・信託業務への 相互参入が可能に</u> ) ・定期預金金利完全自由化 ( 93 .6 ) ・流動性預金金利自由化 ( 94 .10 )( <u>金利自由化の完了</u> ( 当座預金 ( 付利禁止 ) を除 く ) ) ・普通銀行等による期間5年の 中長期預金受け入れ可能に ( 94 .10 ) ・普通銀行による社債発行解禁 ( 99 .10 )( <u>長短金融分離撤廃</u> ) ・銀行等が設立する証券子会 社、銀行・証券会社が設立す る信託子会社の業務制限撤廃 ( 99 .10 )	

参考資料) 大蔵省財政史室編「昭和財政史 終戦から講和まで 15 国際金融・貿易」1976年、東洋経済新報社、大蔵省財政史室編「昭和財政史 昭和27～48年度 12 国際金融・対外関係事項 ( 2 )」1992年、東洋経済新報社、大蔵省財政史室編「昭和財政史 昭和27～48年度 18 資料 ( 6 ) 国際金融・対外関係事項」1998年、東洋経済新報社、大蔵省財政史室編「昭和財政史 昭和27～48年度 19 統計」1999年、東洋経済新報社、財務省財務総合政策研究所財政史室編「昭和財政史 昭和49～63年度 6 金融」2003年、東洋経済新報社、財務省財務総合政策研究所財政史室編「昭和財政史 昭和49～63年度 11 資料 ( 4 ) 国際金融・対外関係事項・関税行政」2003年、東洋経済新報社、大蔵省銀行局「銀行局金融年報」各号、金融財政事情研究会、「大蔵省証券局年報」各号、金融財政事情研究会、「大蔵省国際金融局年報」各号、金融財政事情研究会、犬田章「わが国戦後の外国為替管理政策と長期・短期資本取引規制の緩和 「原則禁止」の外為法 ( 1949年 ) から「原則自由」の外為法改正 ( 1979年 ) までの30年間の歩み」2000年、中央公論事業出版、小浜裕久・渡辺真知子「戦後日本経済の50年 途上国から先進国へ」1996年、日本評論社、日本銀行金融研究所「新版 わが国の金融制度」1995年、日本銀行金融研究所、酒井良清・鹿野嘉昭「金融システム」2000年、有斐閣アルマ

の設定 ( 49年4月 ) 更に建前を民間貿易に置く「外国為替及び外国貿易管理法」( 49年12月公布 ) ( 以下、外為法 ) の制定が行われた。外為法は、為替と貿易を一体管理する法律であり、当該法律及び関連政省令等の下で、貿易については、①従来の全面的な輸出許可制が緩和され、輸出自由の原則が大幅に採用されたが、その一方で、②輸入については政府輸入から民間輸入へ切換えられた

ものの、承認制の下に置かれ、あわせて③外貨有効利用のため輸入に係る外国為替予算制度 ( 輸入金額と品目を規制 )<sup>\*14</sup>が採用された<sup>\*15</sup>。

わが国は、50年以降、かかる基本的な体制の下で、国際経済に復帰していくが、そのパフォーマンスを見ると、わが国の貿易収支は50年代を通じ基本的に大幅な赤字を計上し ( 經常収支は援助等により大きく変動 )、特に53 54年、57年には外

\*14 外国為替予算制度 ( 以下、「外貨予算制度」ともいう ) とは、外為法3条に基づき内閣に設置された閣僚審議会 ( 会長 : 内閣総理大臣 ) が、一定期間 ( 昭和25年1月から27年3月までは四半期 ( 3ヶ月 )、27年4月から39年3月までは半期 ( 6ヶ月 ) ) ごとに、外貨による支払い許可の枠を示すものとして作成したもので、これにより輸入品目又は項目別、支払い通貨別に予算金額が定められ、対外支払いが規制された ( 政府機関は、閣僚審議会の承認を得ないでその権限内の外国為替予算の金額を超えてその使用を認めてはならない ( 外為法20条 ) とされていた )。昭和25年1月から、8条国移行 ( 39年4月1日 ) に伴って39年3月31日をもって廃止されるまで、14年3ヶ月にわたって実施された ( 大蔵省財政史室編 ( 1976 ) pp 261 355 )。

貨準備急減により引締め政策を余儀なくされ（国際収支の天井）、IMF等からの借入れが行われた。こうした国際収支の脆弱性を反映し、50年代を通じ輸入について広範な制限（量的制限）が存在し、輸入自由化率<sup>\*16</sup>は、56年22%、58年33%にとどまっていた。

60年代に入ると、貿易為替自由化の動きが本格化する。これは、58年末の西欧諸国通貨の交換性回復（世界経済発展への日本の乗り遅れへの懸念）、わが国の輸出急増による58、59年の貿易収支黒字など対外ポジションの改善、GATTの場でのアメリカの自由化要請を背景とする。政府は、60年6月24日、「貿易・為替自由化計画大綱」を決定し、貿易為替の自由化に積極的に取り組むことを明らかとした。同「大綱」は、貿易については、60年4月現在で40%であった輸入自由化率を、3年後に約80%に引上げることを定めた<sup>\*17</sup>。その後自由化計画のスケジュールは前倒しされ、64年4月のIMF 8条国移行段階で93%と、欧米の水準に到達した。但し、この時点では残存輸入制限品目は136を数え、農林水産物に加え、乗用車、工作機械、発電機、電算機などの重要工業品も含まれていた。その後、65年10月の乗用車自由化、70年4月のボイラー、工作機械、発電機の自由化、71年6月の自動車エンジン自由化などを経て、72年4月には自由化率95%、残存輸入制限品目33品目（農林水産物24品目、工業品9品目）となり、輸入自由化は一段落した<sup>\*18</sup>。

要約すると、貿易（輸入）自由化は戦後徐々に進められたが、60年の政府の「大綱」により本格化し、60年代半ばまでに欧米水準を達成すること

になった。

### （3）為替・資本取引の自由化

戦後の為替管理・資本取引規制は、先述の外為法（49年12月公布）及び外為法の特別法である「外資に関する法律」（50年5月公布）（以下、「外資法」という）並びに関連政省令等により規制された。この規制体系の特徴は、為替・資本取引規制に関しては、①前述のように輸入に係る外貨予算制度を採用したことに加え、②外国為替取引や資本取引を広い範囲で原則的に禁止した上で、政省令で禁止を解除したり、個別に許可や認可を与えるという、「原則禁止、例外自由」の仕組みを採用していること、③外貨の政府への全面集中制度を採用したこと（52年に外為銀行等に一定限度で外貨保有を認める持高集中制度に移行）、④為替管理上の機構として外為銀行を活用していることである。また、⑤輸出代金の確実な回収、資本逃避の防止等を図る観点から<sup>\*19</sup>、対外支払いや支払いの受領について政府が標準的とみなす決済方法を「標準決済方法」（決済期間、決済通貨、決済条件等を規定）として定め、この方法により決済を行う場合には個々に政府の許可を得る必要はないとしたことも重要な点である。

他方、外資法は、日本経済の自立と健全な発展及び国際収支の改善に寄与する長期優良な外国資本に限りその投下を認可し、投下された資本についてはその収益、元本回収金の対外送金を保証するものである<sup>\*20</sup>。

為替・資本取引についての取引種類毎の自由化の具体的内容は、次項で述べるので、本項では自

\*15 外為法及び関連政省令等からなる規制体系の下では、為替管理関係としては、外国為替予算制度に加え、外国為替・資本取引の原則禁止、外貨集中制の採用、外国為替銀行の為替管理上の機構としての活用などの重要な原則を採用したが、これについては次項で触れる。

\*16 輸入自由化率とは、政府輸入物資を除く59年の輸入総額に占める、自由化（輸入数量制限撤廃）品目の59年における輸入額の割合をさす。

\*17 貿易為替自由化は政府の主導で開始されたが、経済界も自由化を通じて体質の改善を図るという観点から積極的な支持を表明した（大蔵省財政史室編（1976）pp 37）

\*18 この部分については、小浜裕久・渡辺真知子「戦後日本経済の50年 途上国から先進国へ」1996年、日本評論社pp 156 160による。なお、集積回路の輸入自由化は、素子数200未満が73年4月、素子数200以上が74年12月にずれ込み、電子計算機・同部品の輸入自由化は75年12月にずれ込んでいる（同書pp 158）

\*19 大蔵省財政史室（1976）pp 52は、この制度が設けられた理由は、決済条件の悪化（例えば、前払い決済の要求）の防止、リーズ・アンド・ラグズによる外貨準備の急激な変動の防止にあったとしている。

\*20 株式については当初は配当金のみ保証され、元本については、57年7月より一定の条件で送金保証が開始された。なお、「保証」とは、必要額の外貨予算への計上及び送金を許可不要とすることをさす。

由化進展の大きな流れについてのみ触れる。為替・資本取引自由化が本格的に進展を始めるのは60年代になってからであり、前述の「貿易為替自由化計画大綱」(60年6月)において、為替については経常取引の2年以内の原則自由化が掲げられて以降のことである。但し、同「大綱」は、資本取引については、「国内経済の発展に悪影響のないよう留意しつつ、逐次、規制を緩和する」と自由化の具体的内容、時期は明示せず、慎重な姿勢を示していた<sup>\*21</sup>。その後の主要な自由化措置を見ると、64年4月にIMF 8条国に移行し、同時に外貨予算が廃止され、経常勘定にかかる為替取引が原則として自由化された。60年代後半以降対内直接投資、内外ポートフォリオ証券投資などの自由化が進められ、72年5月には外貨集中制度が廃止され、居住者の外貨保有が自由化された。更に79年12月には、外為法が全面改正(施行は80年12月)され、外資法を吸収した上で、対外借入れ、対外・対内証券投資を事前届出制とするなど資本取引を原則禁止から原則自由の体系に大きく変更した。その後、97年5月には、資本取引について許可・事前届出を原則廃止し事後報告に変更すること、外為業務を自由化すること等のドラステックな内容を盛り込んだ外為法改正が成立した。これにより、先に述べた戦後の為替管理の重要な特徴であった、外貨予算制度(64年廃止)、為替・資本取引の原則禁止の体系(79年改正で廃止)、外貨集中制(72年廃止)、為銀の管理機構としての活用(97年為銀制度廃止により、銀行を通じた管理は実質的に大幅縮小)は全て廃止(銀行の管理機構としての活用は大幅縮小)されることとなった。

このように、為替・資本取引の自由化は、60年代初めに本格的に開始された後、特に60年代半ばから70年代にかけて積極的に進められ、79年改正

で原則自由の体系への変更など抜本的な自由化措置がとられた。

#### (4) 金融自由化

戦後のわが国金融制度は預金金利規制と専門金融機関制度により特徴付けられていたが、前者の預金金利規制については、79年の自由金利商品であるCDの創設により自由化プロセスが開始され、85年の市場金利連動型預金(MMC)の導入及び大口定期預金金利自由化を経て、93年の定期預金金利完全自由化、94年の流動性預金金利自由化により、付利が禁止されている当座預金を除き、預金金利自由化が完了した。もう1つの専門金融機関制度は銀行業と、証券業の分離、長短金融の分離など専門制・分業制を特徴とするものであるが、92年に成立した金融制度改革にかかる法律により子会社設立を通じて他の業務に参入することが可能となった。また、これまで長期信用銀行と信託銀行に対してのみ認められていた社債発行による長期資金の調達も99年に普通銀行に対し認められ、長短金融分離制度は姿を消した。このように、金融自由化は70年代末に開始され、80年代に本格化し、90年代まで進められた。

## 2. 資本取引自由化の取引種類別 sequencing

次に、引き続き図表3に基づき、資本自由化の中で、どのような取引の自由化が先行し、どのような取引の自由化が遅れたかを見てみたい。長い年月をかけ複雑なプロセスを経て自由化が進行しているため<sup>\*22</sup>、明確な結論を出すのは難しいが、傾向として認められるものは次のようなものである。

\*21 60年代初めにおいて、大蔵省は資本取引自由化には慎重な姿勢を維持し続けたとされる。62年2月、佐藤栄作大蔵大臣は国会答弁で、①自由化の順序としては、まず経常収支の自由化を図り、次いで非居住者の資本取引、最後に居住者の資本取引の自由化に及ぶべきである、②国際資本取引はその及ぼす影響が長くまた深いので、その取り扱いには慎重を要する、と述べている。(大蔵省財政史室編「昭和財政史 昭和27~48年度 12 国際金融・対外関係事項(2)」1992年、東洋経済新報社、p.127)

\*22 犬田章「わが国戦後の外国為替管理政策と長期・短期資本取引規制の緩和 「原則禁止」の外為法(1949年)から「原則自由」の外為法改正(1979年)までの30年間の歩み」2000年、中央公論事業出版、p.9によると、外為法及び外資法は制定以来79年の改正までの30年間に100回以上に及ぶ政省令等の改正が行われたとされている。

( 経常勘定の自由化 )

まず、為替・資本取引に関する本格的な自由化プロセスは、前述のように60年の「大綱」に促されて始まった。その下で、最初に政策課題となったのは、64年4月のIMF 8条国移行に向けた経常勘定に係る為替取引の自由化であり、先述のように8条国移行と同時に64年には外貨予算制度が廃止された<sup>\*23</sup>。

( 対内直接投資等対内投資の自由化 )

次いで、自由化への本格的な取り組みが行われたのは対内直接投資である。IMFは協定上資本取引への規制を認めているが、OECDは資本自由化を原則としていることから、64年4月のOECDへの加盟に伴い、わが国は資本規制の撤廃を求められることとなった。また、この頃より欧米からの資本自由化圧力も急速に高まることとなる。このため、政府は67年6月「対内直接投資の自由化について」(第1次資本自由化)を閣議決定し、対内直接投資の自由化を開始した。その後、71年の自動車自由化を別枠として、73年5月まで計5次にわたる自由化措置を講じ、いくつかの業種に付与された経過措置の終了した76年5月には例外4業種<sup>\*24</sup>を除く対内直接投資の自由化を完了した。

その他の分野の中では、経営参加を目的としない対内株式投資は従来から一定の取得比率限度の下で自由化(自動承認)されていたが、上述の67年以降の対内直接投資自由化措置と平行して、逐次限度比率の引上げが行われた。

( 対外直接投資等対外投資の自由化 )

他方、対外直接投資は、対内投資に係る緩和措置に若干遅れ、69年10月に自由化が開始され、72年6月には原則自由化された。

ポートフォリオ投資としての対外証券投資の自由化は更に遅れ、従来居住者が外国の証券を購入することは全面的に禁止されていたが、70年4月に初めて投資信託に対し外国証券の組み入れが許可され、以後70年代半ばにかけ、生命保険会社、証券会社等の一定の機関投資家及び一般投資家

(証券会社経由)に対し徐々に外国証券の購入を自由化した。

このように経常勘定の自由化の後には、対内直接投資など資金流入につながる取引の自由化が先行し資金流出につながる取引の自由化は若干遅れて行われたと言える。なお、上記以外の形態の資金フローのうち、居住企業による用途を特定しない外貨借入れ(インパクト・ローン)及び国外における証券発行、ならびに非居住者による国内における証券発行はそれぞれ個別審査の対象とされ、その時々の方針により、促進的又は抑制的(場合によっては禁止的)に処理された。

( 非居住者自由円勘定の創設 )

なお、こうした全般的流れと若干異なる日本の資本取引自由化の中で顕著な特徴の1つは、1960年7月という自由化プロセスの非常に早い段階で非居住者自由円勘定の創設が行われたことである。この勘定には、①日本の輸入などの経常取引に伴う支払いが居住者から円で行われた場合、あるいは②外資法で認可された株式配当金等外貨送金が認められるものが居住者により円で支払われた場合に、非居住者が受領した円が入金され、いつでも外貨への交換が可能であるとされた。この決定は、円を対外決済に使用することを認めること(円為替の導入)とセットで行われたもので、将来的に円建て貿易の促進に寄与するものと位置付けられたと考えられる。他方、非居住者自由円勘定の創設は、初めて短資流入に道を開いたものでもある。これは、上記①、②の資金に加え、当初より③非居住者が外貨を銀行に売却した代わり金たる円の自由円勘定への入金を認めたことにより可能となった。政府も自由円勘定を通じたホットマネーの流入を警戒し、同勘定は本邦にある為銀にのみ置くことができるとし、当局の監視が届くよう配慮した。ただし、当初、当局は、自由円勘定を通じる短資流入の規模はそれほど大きくはなく、コントロールできる短資であれば好ましいと考えていた。しかし現実には、自由円勘定を通じた流出入は、後年の銀行を通じた短

\*23 8条国移行に際しての問題の1つは、海外渡航の制限であり、観光渡航制限についてはIMFより制限撤廃を強く要請されたが、結局IMF理事会の特認を得て、制限が残されることとなった。

\*24 例外4業種とは、農林水産業、鉱業、石油業及び皮革・皮革製品製造業である。

資流入のなかで重要な部分を占め、これへの対応が重要な課題となった（この点は次項で触れる）。

（銀行の為替管理機構としての活用）

また、日本の資本自由化のもう1つの重要な点は、外為銀行の為替管理機構としての役割が最後まで維持されたことである。即ち、外為法の下で、為銀は対外取引の実態把握及び取引の適法性の確認において幅広い役割を担っていたが、かかる機能は79年改正でも基本的に維持され、97年改正により外為業務が自由化され外為銀行制度が廃止されて初めて海外送金等の外為業務を行う銀行等の取引の適法性確認義務が大幅に縮小されることとなった。このため、次項に述べる60年代末から70年代にかけての短資規制としての為替政策の運営に当っては為銀が重要な役割を果たしている。

### 3. 60年代末から70年代にかけての国際金融市場の動揺と短資規制<sup>\*25</sup>

次いで、本項では、60年代末から70年代末にかけての大きな対外ショック、具体的には71年のニクソン・ショック、73年前半の一般フロートへの移行、73年、79年の石油ショックに伴う国際金融市場の混乱と短期資金の大量移動に対し、わが国では為替・資本取引規制面でどのような対応がとられたかみてみよう。時期区分としては、図表4に示したように、（Ⅰ）ニクソンショック時の（従来の流入促進から）流入規制への転換（60年代末～71年半ば頃）（Ⅱ）スミソニアン合意直後の規制緩和とその後の再強化（71年末～73年半ば頃）（Ⅲ）第1次石油ショック後の流入促進への政策再転換（73年末～74年）（Ⅳ）国際金融市場の相対的安定下での規制緩和（75年～77年半ば頃）（Ⅴ）円高の進行に伴う流入規制の強化への復帰

（77年末～78年）（Ⅵ）第2次石油ショックに伴う円独歩安に対応した流入促進への再々転換（79年～80年）の6期に分けられる。図表4に示した国際収支、円ドルレート、外貨準備の推移などその時々の変動を踏まえつつ、図表5に即しごく簡単にレビューする。

#### （Ⅰ）ニクソンショック時の流入規制への転換と短資規制（60年代末～71年半ば頃）

戦後基本的に赤字を続けてきたわが国の貿易収支は60年代半ば以降黒字基調となり、特に60年代末からは外貨準備が急増した。こうしたわが国の対外ポジションの変化を背景に、60年代末から70年頃にかけて、これまでの資本流入を歓迎する政策スタンスが大きく転換され、外貨準備増加を抑制するために、短資流入対策が大きな政策課題となった<sup>\*26\*27</sup>。

図表5は、短資流入チャネルを、①預金受入や借入れなど為銀を通じるもの、②内外ポートフォリオ証券投資、③企業による外貨借入れや証券発行を通じる居住者・非居住者のクロスボーダーの借入れ、④その他の4つに分類し、60年代から70年代にかけての主要な短資規制をまとめたものである。主として本表に基き説明する。

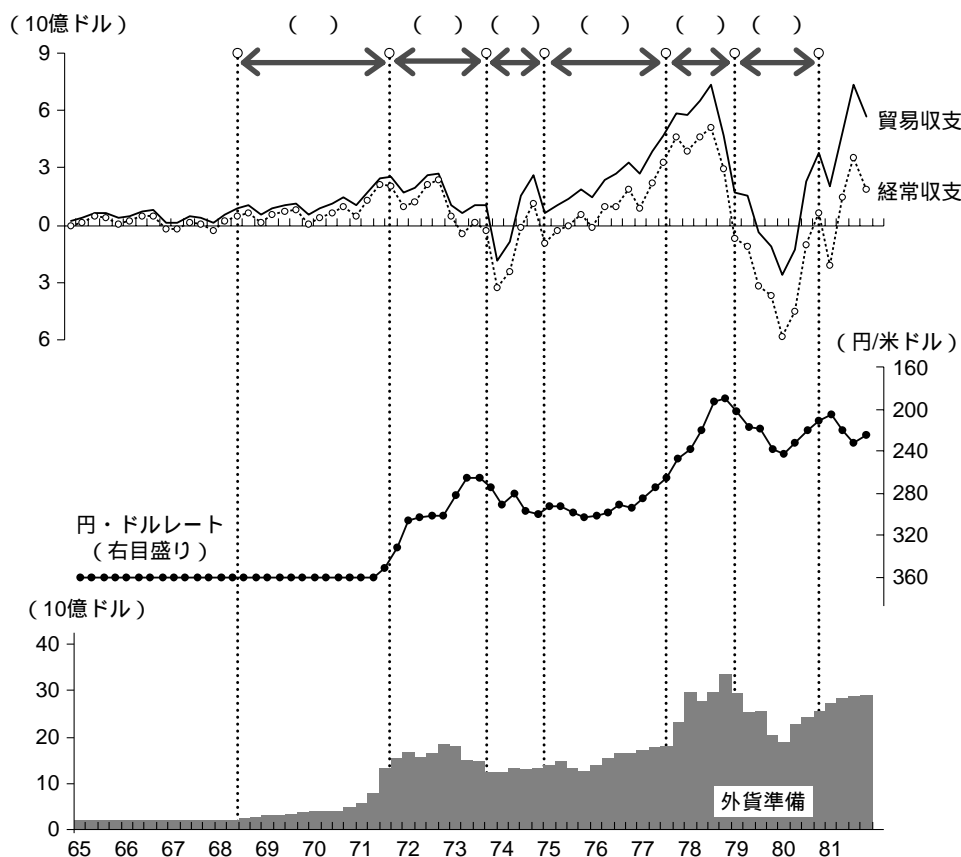
まず短資流入の重要なチャネルの1つが外為銀行を通じるものであったことから、短資対策の重要な柱の1つは当初より為銀に対する規制となった。為銀の外貨ポジションに対する規制については、既に60年代前半より対外短資取入れに対する外貨準備金制度、対外短資借入れ残高規制等が導入されていたが、これらに加え、68年2月には外貨資産の円への転換を一定限度に規制する円転規制が導入され、70年2月にはこれが更に強化され、円転換は原則として一切認めない（取入れた外貨は外貨で運用する）ものとされた<sup>\*28</sup>。企業

\*25 本項の記述に当たっては、犬田（2000年）を参考とした。

\*26 大蔵省は71年10月に次のようなことを述べている。「わが国の為替管理は出るほうを抑え、入るほうを歓迎するという仕組みになっているが、これを昨年11月頃からは、法律を変えず、出るほうを奨励し入るほうを抑える方向で運営してきた。…今後も…運用で「暖房」を「冷房」に切り替えていこうと考えている。」（大蔵省財政史室編（1992）pp 419）

\*27 大蔵省財政史室（1992）pp 337は、外貨準備増加の抑制という政策課題が明確に意識されるようになったのは昭和44年（1969年）に入ってからであるとし、その背景として、①世界的に外貨準備の減少に悩む国が多いなかでわが国の外貨準備が急増することは国際的感觸からも回避する必要があること、②外貨準備急増の要因としての短資流入が、為替市場ばかりでなく国内金融市場に攪乱的影響を与え始めたことがきっかけとなったと述べ、国際収支黒字に対する国際的批判と為替・国内金融市場への攪乱効果への対応が背景にあったことが示されている。

図表4 日本の国際収支・円ドルレートの動向と短資規制の時期区分（1965～1981年）



注1) 短資規制の時期区分は以下の通り。  
 I...ニクソンショック時の流入規制への転換（60年代末～71年半ば頃）  
 II...スミソニアン合意後の規制緩和と再強化（71年末～73年半ば頃）  
 III...第1次石油危機後の流入促進への再転換（73年末～74年）  
 IV...国際金融市場安定下での規制緩和（75年～77年半ば頃）  
 V...円高進行に伴う流入規制の強化（77年末～78年）  
 VI...第2次石油危機時の円安に伴う流入促進への再々転換（79年～80年）  
 2) 本図表の貿易収支は国際収支統計ベースであり、貿易統計に基づく図表2の貿易収支とはベースが異なる。  
 出典) 日本銀行「国際収支統計月報」、IMF, *International Financial Statistics*

図表5 ニクソンショック、石油危機前後における日本の短資規制の推移

時 期	為 銀 に 対 す る 規 制		対内・対外ポート フォリオ証券投資	企業の外貨借入れ及び 居住者・非居住者のク ロスボーダー証券発行	そ の 他
	非居住者自由円勘定 導入（60年7月）	為銀ポジション			
1960年代  ( 流入規制の強化 (60年代末以降))	非居住者自由円勘定 導入（60年7月）	直先総合持高規制 (60年9月) 対外短資取入れに対 する外貨準備金制度 導入（62年6月） 対外短資借入れ残高 規制導入(64年7月) 円転換規制導入（68 年2月）(外貨資産 の円への転換（売持 ち）を、月中平残 ベースで一定限度に 規制)		居住企業による海外 での外貨債・株式 (DR)発行開始(61 年)  企業の短期インパク ト・ローン（用途に 制限のない外貨借 款）の借入れを全面 的に不許可（68年9 月）	



1970年		円転規制強化（円転を原則ゼロに制限）（2月）			
1971年  (スミソニアン合意を受けた規制緩和(71年12月から72年1月))	自由円残高規制導入(8月)(8月27日現在の残高以下に制限)	現地貸付け自肅要請(5月) 対外債務残高規制導入(8月)(残高を、8月18日の残高以下に制限) 円転規制強化(毎日平残ベースに変更)(9月) 円転規制、対外債務残高規制及び自由円規制を法制化(9月) 円転規制緩和(月中平残ベースに戻す)(12月) 対外債務残高規制廃止(12月) 現地貸し規制(5月導入のもの)廃止(12月)	非居住者による政府短期証券取得規制(3月) 非居住者による非上場公社債取得規制(5月) 証券会社特別勘定(非居住者が証券会社等に設定される円建ての特別勘定)の残高規制導入(9月)	居住者による外債発行の原則停止(2月)	民間による外貨保有の金額・保有期間緩和、一般渡航者の外貨持ち出し金引上げ(1,000ドル 3,000ドル)(5月) 商社による現地法人・支店の借入れ保証に対する許可を停止(5月) 輸出前受け金規制(1件1万ドル超は要許可)(8月)
1972年  (短資流入を受け、為替管理再強化)	自由円残高規制(71年8月導入のもの)廃止(1月) 自由円勘定増加額に対し準備預金制度の準備率(25%)を新たに設定(6月) 同準備率を50%に引上げ(7月)	海外短資借入れ残高規制(64年4月導入のもの)廃止(1月) 円転規制再度強化(月中残高規制から毎日平残規制に)5月) 外貨債務に準備預金制度を適用(5月)(但し、実施は77年6月) 外貨準備金制度廃止(6月) 中長期現地貸付けを包括許可から個別許可に変更(10月)	証券特別勘定残高規制(9月導入のもの)の廃止(1月) 証券特別勘定に円転規制導入(6月) 非居住者による株式・公社債取得額を、それぞれの爾後の処分の範囲内に限定(ネット流入ゼロ)(10月)		輸出前受け金規制(8月導入のもの)廃止(1月) 輸出前受け金規制復活(1件1万ドル超要許可)(2月) 居住者の外貨集中制廃止(5月) 一般居住者の外貨預金勘定開設(5月) 非居住者の外貨預金勘定の開設(5月) 輸出前受け金規制強化(1件5,000ドル超要許可)(6月) 輸出中古船等にかかる用船契約等を許可制に(10月) 海外渡航の為銀承認限度額を撤廃し、渡航外貨買入れは全て為銀承認(1回3,000ドル以内は承認不要)(11月)
1973年  (第1次石油危機による国際収支悪化を背景に、流入促進・流出抑制に転換(73年11月から74年2月))	自由円勘定増加額にかかる預金準備率引き下げ(50%・10%)(12月)	本支店勘定を除き自由円勘定に対する円転規制を撤廃(12月) 中長期現地貸付け規制緩和(12月)	居住者による一部短期外貨証券の取得規制(11月) 非居住者による証券取得規制(72年10月導入のもの)の撤廃(11月~12月)	「外外」目的の外債発行の再開(12月) 非居住者の本邦での円建て債・外貨建て証券の発行の抑制的処理(12月)	輸出前受け金規制緩和(許可不要額を、1件5,000ドル 1万ドルへ引き上げ)(11月) 居住者外貨貸し制度の縮小(12月、1月) 海外渡航外貨為銀承認限度規制復活(3,000ドル以上は日

1973年 続き					銀許可制に <del>よ</del> 12月) 少額送金限度額引き 下げ(3,000ドル 1,000ドル)(12月)
1974年  (ユーロ市場不安 による74年夏の 「外貨危機」、 ジャパン・レート 問題の発生を受け た流入促進策の実 施)	自由円勘定増加額に かかる預金準備率を 廃止(9月)	為銀の現地貸しの純 増ゼロ規制実施(8 月)	居住者による短期外 貨証券取得の全般的 規制(1月) 非居住者の政府短期 証券、非上場公社債 の取得規制を廃止 (8月)	インパクト・ローン の弾力的受入れ(1 月) 「外内」外債発行 再開(11月)	居住者外貨預金勘定 の残高規制導入(2 月) 渡航外貨買入れの為 銀承認限度額引き下 げ(3,000ドル 1,500ドル)(4月) 少額送金限度引き下 げ(1,000ドル 200 ドル)(4月) 輸出前受け金規制緩和(許可不要額を、 1件1万ドル 10万 ドル)(7月) 輸出前受け金規制緩和(許可不要額を、 1件10万ドル 50万 ドル)(7月) 政府によるサウジか らの10億ドルの公的 借入れ(8月)
1975年 (資本流入増大に 対する資本流出規 制緩和による対 応)		短期現地貸付け増枠 (3、4月)		非居住者による円建 て外債発行再開(7 月)	
1976年 (国際収支の黒字 転換を背景に、為 替管理一部緩和)					渡航持ち出し限度引 き上げ(1,500 3,000ドル)(6月) 少額送金限度引き上 げ(200 1,000ドル) (6月)
1977年 (国際金融情勢の 相対的安定を背景 に、資本取引一部 自由化)  (77年10月以降の 短資大量流入を受 け、短資流入抑制 策)	非居住者自由円預金 勘定の増加額に対す る準備率引き上げ (ゼロ 10月の平均 預金残高超過分に 50%)(11月)	円転規制の廃止・直 物持高規制(毎日残 高ベースで、直物売 持ち禁止。本支店自 由円残高は直物外貨 資産から控除)への 移行(6月) 外貨債務及び自由円 預金残高に0.25%の 準備率設定(6月) 短期現地貸付け規制 の撤廃(5月) 中長期現地貸付け規 制(74年7月、原則 不許可)の緩和(7 月)	居住者の短期外貨証 券取得規制緩和(6 月)  政府短期証券の公募 の一時停止(11月) (78年3月に解除)		居住者外貨預金の残 高規制を廃止(6月)
1978年 (短資流入規制の 強化)	非居住者自由円預金 勘定の増加額への準 備率引上げ(50% 100%)(3月)		非居住者による残存 期間5年1ヶ月以内 の円建て債券取得禁 止(3月)		

1979年 (79年になり一転して円安となったので、流入規制を緩和ないし撤廃)	非居住者自由円預金勘定の増加額に対する準備率の引き下げ(100% 50%(1月) 0%(2月))		非居住者による債券取得制限緩和・撤廃(残存期間5年1ヶ月 1年1ヶ月(1月) 本規制撤廃(2月))	短期・中長期インパクト・ローン導入弾力化(6月)	輸出前受け金規制撤廃(5月)(50万ドル超も許可不要)
1980年 (円安の急速な進行を受け、資本流入促進措置)	為銀の本支店勘定を通じる海外からの資金取入れを弾力化(3月) 外国政府等の公的な自由円預金に限り臨金法の規制対象から除外し、金利自由化(3月)(金利上げが可能に)			居住者による円建て私募外債発行弾力化(3月)	

参考資料) 大蔵省財政史室編「昭和財政史 終戦から講和まで 15 国際金融・貿易」1976年、東洋経済新報社、大蔵省財政史室編「昭和財政史 昭和27～48年度 12 国際金融・対外関係事項(2)」1992年、東洋経済新報社、大蔵省財政史室編「昭和財政史 昭和27～48年度 18 資料(6) 国際金融・対外関係事項」1998年、東洋経済新報社、大蔵省財政史室編「昭和財政史 昭和27～48年度 19 統計」1999年、東洋経済新報社、財務省財務総合政策研究所財政史室編「昭和財政史 昭和49～63年度 6 金融」2003年、東洋経済新報社、財務省財務総合政策研究所財政史室編「昭和財政史 昭和49～63年度 11 資料(4) 国際金融・対外関係事項・関税行政」2003年、東洋経済新報社、大蔵省銀行局「銀行局金融年報」各号、金融財政事情研究会、「大蔵省証券局年報」各号、金融財政事情研究会、「大蔵省国際金融局年報」各号、金融財政事情研究会、犬田章「わが国戦後の外国為替管理政策と長期・短期資本取引規制の緩和 「原則禁止」の外為法(1949年)から「原則自由」の外為法改正(1979年)までの30年間の歩み」2000年、中央公論事業出版、藤田恒郎「最近におけるわが国の為替政策(上)(中)(下)」大蔵省ファイナンス1971年7月 9月

による短期の用途を限定しない外貨借入れ(いわゆるインパクトローン)も68年9月からは全面的に不許可となった。

こうした流入規制を実施する一方で、69年10月に対外直接投資の自由化が開始され、70年4月に対外証券投資自由化が開始されるなど、流出促進措置がとられ始める。

しかし、そうした措置にも関わらず、その後、70年秋以降の海外金利の急低下、71年5月の欧州通貨不安によりわが国への短資流入が急増した。流入チャネルは主として、①自由円預金の開設、②非居住者による公社債の購入、③輸出前受け金の大量流入という3つの形態をとった<sup>\*29</sup>。①については、ニクソンショック直後の71年8月27日に翌28日以降の自由円預金残高を8月27日の残

高以内にとどめるという残高規制が行われた(あわせて、銀行全体の対外債務残高を8月18日の残高以下に制限するとの規制も行われた)。②については、71年3月に非居住者による政府短期証券の取得について、更に5月に非上場公社債取得について、それぞれその実質的禁止を行った。③については、まず71年5月<sup>\*30</sup>に前受け金の原資となっていると見られる為銀の現地貸付け等の自粛要請を行ったが、ニクソンショック後も前受け金が大量流入したため、大蔵省は8月19日、為銀・商社を検査し前受け実態を調査し<sup>\*31</sup>、通産省も商社に自粛要請を行った。しかしなお大量流入が続いたことから、8月31日、前受け金(1万ドル以下は除く)として受領した外貨の円への変換を許可制とする形で全面禁止し、これにより前受け

\*28 円転規制は、当初、アメリカのドル防衛に協力するために短資取入れを拡大せざるを得ない中で、流入した短資が円に転換されて国内金融引締めを抜け道になることを防ぐ目的で導入された(取入れた外貨を輸入金融や現地貸しなどの外貨運用に向けさせようとするもの)が、69年以降、外貨準備増加を抑制するために短資流入を厳格に規制するものに变化したと見られる。(大蔵省財政史室編(1992) pp 213)

\*29 中山高「変動相場移行とその後の短資流入規制」『国際金融』478号、1971年10月15日によると、71年8月の1ヶ月間の外貨準備の増加額は46億ドル弱に及んだが、このうちの半分以上が輸出前受け金の流入によるものであったとされている。

\*30 71年5月の前受け金の流入額は、例月のペース5,000ドル程度の10倍近い4億5,000万ドルに達したとされる(中山高(1971))。

金流入はほぼ完全に停止した<sup>\*32</sup>。

(Ⅱ) スミソニアン合意成立直後の規制緩和とその後の再強化(71年末～73年半ば頃)

71年12月にスミソニアン合意が成立すると、大蔵省は、12月から1月にかけて、自由円残高規制(8月導入のもの)の廃止、輸出前受け金規制(8月導入のもの)の廃止等、ニクソンショック以降の規制強化措置を大幅に緩和した。ただし、非居住者による非上場公社債の取得規制は残され、また今後の規制の根幹として円転規制は維持された。

ところが、72年1月早々から短資流入が巨額に上り、為替管理は再強化される。即ち、72年6月には自由円増加額に対し準備預金制度の準備率(25%)が新たに設定され、7月には50%に引上げられ、円転規制も強化(5月、月中平残規制から毎日平残規制に)された。また、規制解除直後から輸出前受け金の大量流入が発生し、早くも2月には1件1万ドル超の輸出前受け金は許可を要するという規制が復活され、6月には要許可下限が5,000ドルに引下げられた。更に、船会社が保有する中古船を輸出し取得した外貨を直ちに円転し、その一方でこの船を用船し、用船料を長期にわたり支払うという形で為替操作が行われることを抑制するため、10月には用船契約と航空機の賃貸借契約を日銀の個別許可制とした<sup>\*33</sup>。

こうした流入規制の強化と平行して、1971年以降、海外渡航の際の外貨持ち出し制限の緩和、民間部門における外貨保有自由化等外貨需要の増大をもたらす政策が採用されている。しかし、73年1月には欧州通貨危機が再燃し、同年2月から3月にかけて、円を含め主要通貨は全て米ドルに対

してフロートに移行することとなった<sup>\*34</sup>。

(Ⅲ) 第1次石油ショック後の流入促進への政策の再転換(73年末～74年)

フロート移行後、日本経済はそれまでの円切り上げの下でとられた景気拡大策がもたらしたインフレの進行の下で国際収支が大幅に悪化し、73年第3、第4四半期には赤字に転落することとなった。更に同年10月OPEC加盟6ヶ国の原油価格大幅引上げ通告により第1次石油危機が勃発し、同年10月以降激しい円売り・ドル買いにより大幅な円安が進行する。

これを受け、政府はこれまでの流入抑制・流出促進の為替政策を再び180度転換し、同年11月から翌年2月にかけて、自由円預金残高にかかる預金準備率引下げ(50→10%)、自由円勘定残高に対する円転規制撤廃(本支店勘定を除く)、輸出前受け金許可不要限度額の引上げ(5,000ドル→1万ドル→10万ドル)、インパクト・ローンの弾力的認容、非居住者による証券取得純増抑制規制(72年10月導入のもの)の撤廃等の流入促進措置、非居住者による本邦での証券発行の抑制的処理等の流出抑制措置を講じた。しかし、こうした為替管理手直しにも関わらず、73年12月の石油価格のいっそうの引上げ発表で国際収支不安が再燃し、74年初にかけて大幅な円安となる。

更に6月の西独ヘルシュタット銀行の為替機失敗・営業停止処分を機に、ユーロ市場不安が表面化し、為銀のユーロダラーとり入れが次第に困難化し、7月には平均金利より1～2%高い金利を取られるジャパンレート問題が発生する。このため政府は、自由円勘定の預金準備率廃止、非居住者の政府短期証券取得規制等の廃止、「外

\*31 検査結果によると、仕向け地が「米国又はカナダ」あるいは「ヨーロッパ」とされている、商品名が「general merchandize」とのみ記載、船積み予定日が未定で「soon」「prompt」とされている例がかなり見出されたとされている(大橋容「短資規制の強化について」『国際金融』477号、1971年10月1日)。また、前受け金の許可不要額は後に引上げられたが当時の当局者の1人は「為替検査を行ってみると、10万ドル規制のとき1件9万9,000ドルの商品がうんとふえ」と記している(藤岡真佐夫「国際化40年 日本の進む道」1994年、外国為替貿易研究会、pp.101)

\*32 ドル建て輸出契約の場合、相手方は通常円切り上げ懸念の下でも前払いする理由はない。前受け金支払い、その時点のわが国輸出の6割を占めていたといわれる本支店間ないし現地法人との取引における本邦輸出会社の自衛措置である。

\*33 犬田章(2000) pp.326。なお、かかる行為は、将来にわたるドル建て収入を予想している船会社等がドル建て債務(従ってフローでのドル支払い義務)を作り出すことにより為替変動のリスクをヘッジしようとしたものであると言える。

\*34 ただし、このフロートはマネー・ジドフロートとして運営され、円レートは3月19日の市場再開後、73年10月の第1次石油危機の発生までおおむね264～266円台で推移した。

内」外債発行の再開、輸出前受け金規制の緩和等の流入促進措置（政府自身のサウジからの公的借入れを含む）、海外渡航外貨持ち出し限度額の引下げ等の流出抑制措置がとられた。こうした措置もあり、9月に入るとジャパンレートもほぼ解消することとなった。

#### （Ⅳ）国際金融市場の相対的安定下での規制緩和（75～77年半ば頃）

74年後半には日本経済は経常収支がほぼ均衡し、わが国はニクソンショック以降の国際金融危機からほぼ脱出した。その後国際金融情勢の相対的安定を背景に、円転規制の廃止・直物持高規制への移行などの規制緩和が行われる一方で、為銀による現地貸付け規制の緩和、対外証券取得規制緩和、非居住者による国内での証券発行再開など資本流出につながる緩和が行われた。これは資本流入増大には資本流出促進で対応するという拡大均衡の為替政策の採用とも言える<sup>\*35</sup>。

#### （Ⅴ）円高進行に伴う流入規制の強化への復帰（77年末～78年）

しかし、77年10月以降、翌78年にかけて短資が大量に流入すると、為替管理・資本取引規制は再び強化され、非居住者自由円勘定の増加額への50%の預金準備率の設定（78年には100%に引上げ）、政府短期証券の公募一時停止という厳しい流入抑制措置がとられた。

#### （Ⅵ）第2次石油ショックに伴う円独歩安に対応した流入促進への再々転換（79年～80年） 逆に、79年に第2次石油危機が発生すると、円

独歩安となり、79年、80年と自由円勘定増加額への預金準備率の引下げ（100% 50% 0%）、非居住者による債券取得制限の緩和、インパクトローン導入弾力化、居住者による外債発行弾力化等の流入促進措置が講じられた。

（その後の状況）

このように60年代末から70年代にかけての国際金融市場の激動期には、わが国は短資の流出入による市場の不安定化を回避するため、めまぐるしく為替管理・資本取引規制を発動した。しかしこうした政策には内外の批判も多く<sup>\*36</sup>、79年の外為法の抜本見直しにより自由化が進み、またわが国が成長を続け対外ポジションが更に強まる80年代に入ると余りみられなくなる<sup>\*37</sup>。

（為替管理・資本取引規制の実効性）

こうした為替政策が初期の目的を達したか否かについての定量的な分析は本稿の範囲を超えているが、少なくとも当時の行政当局は、為替管理による資本フローの管理に自信を有していた<sup>\*38</sup>。ニクソンショック時の対応についても、当時の担当者は「非居住者自由円残高規制、銀行の対外債務残高規制および輸出前受け金規制の3措置は強力かつ有効であった」としている<sup>\*39</sup>。確かに、71年8月の輸出前受け金規制によりほぼ完全に前受けがおさまったとされており、また、ニクソンショック後の9月以降11月中旬まで、あるいは73年3月のgeneral floatから同年10月の石油ショック発生まで、介入の効果もあるであろうが、円レートが比較的安定的に推移したことから見ると、為替管理政策は、大きな市場の方向を逆転させるものではないにしても、その時々々の環境の下で市場の安定化に一定の効果を与えたのではない

\*35 犬田（2000）pp 343はこうした評価を行っている。

\*36 藤岡（1994）pp 100は、「石油危機を克服したあと、冷暖房併用の為替管理について内外の批判が後を絶たなかった」としている。

\*37 1つの例外は、ブラザ合意後に大きく円高が進んだ後の86年夏以降、大蔵省により打ち出された一連の資本流出規制緩和措置がある。この措置は、生損保等の金融機関の対外証券投資の自由度を高めたもので、「現下の為替レートの下で、円高に歯止めをかけることをねらったもの...と指摘する向きもある」が、「今回の措置はあくまで従来から大蔵省が進めてきている金融自由化・資本取引の自由化の一環として行ったものである」と説明されている（近藤武彦「資本流出規制の緩和について」大蔵省『ファイナンス』86年10月）。

\*38 例えば、藤岡（1994）pp 35は、国際化が始まって間もない国際金融激動期には、日本は世界に冠たる為替管理を駆使して激動を乗り切った、と述べている。

\*39 藤岡（1994）pp 35。ただし、藤岡は同時に、経済が大きくなり国際化が進むと為替管理にも限界が生じるとし、リーズ・アンド・ラグズは貿易規模が大きくなると為替管理で対処できない、銀行に対する対外債務残高規制や非居住者自由円預金残高規制は内外の批判を受けており、国際化が進むと適用不能になるとしている（同書pp 100 101）。

かと思われる<sup>\*40</sup>。

#### 4. まとめ

上記の日本の経験の主要なポイントをもう一度まとめると次のとおりである。

- ① 経済自由化は、貿易自由化、資本取引自由化、金融自由化の順で行われた。
- ② 資本自由化の中では、総じて対内直接投資など対内投資の自由化が、対外投資の自由化に先行した。
- ③ 早い段階で非居住者自由円預金勘定が導入され、これが短期資金流入の重要なチャネルとなった。
- ④ ポートフォリオ証券投資、貿易関連の支払いも短資フローの重要なチャネルとなった。
- ⑤ 短資フローに対し為替管理・資本取引規制の発動による対応が頻繁に採用され、市場の不安定化の抑制防止に一定の効果を有したと見られる。

### 第3章 中国の資本取引自由化と日本の経験のrelevancy

本章では、日本の経験を踏まえ、中国へのimplicationを探る。

#### 1. 中国の資本取引規制の現状<sup>\*41</sup>

図表6は中国の資本取引規制の要点をまとめて

いるが、前章で見た日本との対比で、中国の規制と自由化の現状については、次のようなことがいえる。

(基本的仕組みの共通性)

- ① 中国においても基本的に広範に規制の網をかぶせた上で、個別に許認可を行うという原則禁止・例外自由の仕組みが取られており、一部の規制を選択的に緩和することにより自由化を行っている点は79年改正前のわが国の対応と共通と思われる。
- ② また、わが国では金融機関以外の居住者の対外取引を厳しく規制し、金融機関に対する監督を通じて為替管理の実効性を確保する仕組みがとられていたが、中国においてもこうした仕組みが存在すると見られる。

(規制内容と自由化の共通点)

- ③ わが国ではニクソンショックにまでつながる60年代末の短資流入の下で流入抑制に転換するまでは制度の基本方向は流入促進・流出抑制にあったが、中国も従来基本的方向は同様であったと思われる。但し、最近になり流出規制の一部緩和が認められる。
- ④ わが国では本格的な自由化は対内直接投資が先行したが、この点は中国も基本的に同様である<sup>\*42</sup>。
- ⑤ 銀行を通じる外資流入が国内金融に影響を与えることを防止するため、わが国は外貨の円への転換を規制する円転規制などにより内外金融市場の遮断を図っていたが、中国でも借り入れた外貨を元に転換することは個別許可

<sup>\*40</sup> 藤岡(1994) pp 100-101は、この頃の国際会議で、当時欧米の批判的となっていた日本の為替管理について実情を説明し、「自由を標榜するドイツの為替管理は通貨危機に対する敗北の歴史ではないか」と反撃したエピソードを紹介している。確かに、西独は、1953年1月に1ドル=4.20マルクの平価を設定した後、61年3月、経常黒字と投機的資金流入の抑制を図って、1ドル=4.00マルクへと4.19%切上げられた。更に69年には、マルク切上げ期待の下での大量の短期資金の流入により外為市場は2度にわたり閉鎖され、一時的(9月30日から10月24日)に平価の許容変動幅の遵守が放棄された後、同年10月26日、1ドル=3.66マルクへと9.3%の切上げとなった。更に、その後、71年5月には大量の資本流入の下で、フロートへの移行を余儀なくされた。その背景として為替管理の状況を見ると、西独はいち早く自由化を進め、60年代後半には資本取引にはほとんど規制がなかった。しかし、その後資本フローの管理を図るため、規制を強化し、73年末頃にはヨーロッパでも最も広範な資本規制を有する国となったとされる。この時期に西独が導入した規制の中には、対外借入れに対する準備義務などの間接的手法もあるが、非居住者による債券等の取引や非居住者への預金金利の支払いを許可制の下に置き、実質的に禁止するといった直接的規制も含まれている。これは、結局、西独も資本規制なしに70年代初頭の国際金融市場の混乱には対処できなかったことを示すものであると思われる。

<sup>\*41</sup> 中国の為替管理・資本取引規制については、赤間弘・御船純・野呂国央「中国の為替制度について」2002、『日本銀行調査月報2002年5月号』、桑田良望「外資系企業に対する中国の外貨管理 中国進出企業への実務マニュアル 2003年版」みずほ総合研究所及び渡辺利夫編「ジレンマの中の中国経済」2003、東洋経済新報社を参照した。

図表6 中国の資本取引に係る規制

	対 外 投 資 (資 金 流 出)	対 内 投 資 (資 金 流 入)				
直 接 投 資	・許可制 (対外貿易経済合作部、国家外貨管理局による許可)	・許可制 (対外貿易経済合作部による許可)				
証 券	株式・債券発行 (非居住者による中国での株式・債券発行) ・禁止	(居住者による海外での株式発行) ・許可制 (証券監督管理委員会による許可) (居住者による海外での起債) ・許可制 (国家外貨管理局による許可)				
投 資	株式・債券売買 (株式) ・原則禁止 (国务院が特別に許可した場合のみ可) (債券) ・人民銀行に認可された金融機関等のみ可 (人民元を外貨に交換して投資することを禁止)	(株式) ・原則禁止 (B株への投資は自由) (債券) ・禁止				
対 外 貸 出 ・ 借 入	・国家外貨管理局に認可された金融機関のみ可 (事後報告が必要)	<table border="1"> <tr> <td>地場金融機関・企業</td> <td>・許可制 (長期借入：1年超) ・国家外貨管理局による許可 ・「外資利用計画」に従い実施<sup>注)</sup> (短期借入：1年以内) ・金融機関は、国家外貨管理局が許可した残高枠内で自由 (取引毎に許可を取得する必要はないが、事後報告が必要)</td> </tr> <tr> <td>外資企業</td> <td>・自由 (但し、事後的に国家外貨管理局に登録する必要)</td> </tr> </table>	地場金融機関・企業	・許可制 (長期借入：1年超) ・国家外貨管理局による許可 ・「外資利用計画」に従い実施 <sup>注)</sup> (短期借入：1年以内) ・金融機関は、国家外貨管理局が許可した残高枠内で自由 (取引毎に許可を取得する必要はないが、事後報告が必要)	外資企業	・自由 (但し、事後的に国家外貨管理局に登録する必要)
地場金融機関・企業	・許可制 (長期借入：1年超) ・国家外貨管理局による許可 ・「外資利用計画」に従い実施 <sup>注)</sup> (短期借入：1年以内) ・金融機関は、国家外貨管理局が許可した残高枠内で自由 (取引毎に許可を取得する必要はないが、事後報告が必要)					
外資企業	・自由 (但し、事後的に国家外貨管理局に登録する必要)					

注) 国家発展計画委員会は、毎年「外資利用計画」を策定し、対外債務の全体額や、直接投資を含めた外資の利用方針を決めている。

資料) IMF「Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (2001)」

出典) 赤間弘・御船純・野呂国央「中国の為替制度について」2002、『日本銀行調査月報』2002年5月号

のない限り禁止されている。

(相違点)

- ⑥ わが国と中国の自由化方針における最大の違いは、自国通貨の国際化への姿勢にある。わが国は60年に対外決済への円の使用を認めたが、中国は国際取引への元の使用を禁止している。
- ⑦ かかる政策の違いを反映し、わが国は60年に非居住者自由円預金制度を導入したが、中国にはこうした制度は存在しない(但し、2004年2月から香港ID保有個人に対し香港の銀行に元建て預金口座を開設することが認められた)。

- ⑧ わが国は70年にアジア開銀による国内での円建て債の発行を認めて以来、第1次石油ショックにより抑制方針がとられた時期もあったが、以後少ない年で10数件、多い年では60~70件の非居住者による国内での円建て債の発行を認めてきた。これに対し中国では、なお非居住者による元建て債券の国内での発行の例はない<sup>\*43</sup>。
- ⑨ また、もう1つの顕著な違いは、対内ポートフォリオ証券投資の扱いである。わが国は対内直接投資と平行して対内証券投資を徐々に緩和したが、中国は対内ポートフォリオ証券投資を原則禁止している(ただし、最近中国

\*42 実際の対内直接投資実績を見ると、中国では大量のFDIの流入があるが、当時のわが国では極めて低水準であり、大きな相違がある。

\*43 世銀、アジア開銀等の国際機関などによる発行が2004年中にも実施されることが検討されていると報じられている。(サーチナ「中国情報局」2004年4月22日、2004年9月9日付け日本経済新聞)

でもQFIIのスキームがスタートし、自由化が開始されている)\*<sup>44</sup>。

- ⑩ 為銀以外の居住者による外貨保有については、わが国では72年に外貨集中主義が廃止（あわせて一般居住者の外貨預金勘定が認められた）されるまでは、商社、渉外運輸会社等に一定の限度での外貨保有が認められていたのみであった。これに対し、中国では一定の輸出企業に一定限度の外貨保有を認め、かつ個人の外貨保有に限度がない。即ち、居住者の外貨保有は中国の方が普及している。
- ⑪ わが国に見られない規制として、中国では外資企業に対し地場企業に認められない取り扱い（内国民待遇でない「超国民待遇」）を認めている。例えば、外資企業は対外借入を自由に行いうる（事後登録は必要）。

## 2. わが国の経験のrelevancyと中国へのimplication

上記のような共通点、相違点を踏まえつつ、60年代、70年代のわが国の経験が、現在の中国の資本取引規制自由化政策にどのようなrelevancyを有するか見ていこう。

### （1）基本的文脈の共通性と国際環境の相違点 （基本的文脈の共通性）

- ① 60年代後半以降のわが国は、順調な経済成長の継続、経常黒字の定着により国際的なプレゼンスを高めつつあり、貿易自由化に次ぐ対外政策課題として資本取引の自由化に焦点が当てられたが、現在の中国も、経済の高成長、国際収支の好調の下、WTO加盟に伴う貿易自由化が進展しており、基本的な文脈の

共通性がある。

- ② また、わが国の資本取引自由化の過程では、為替レート制度の変更（固定相場制からフロートへの移行）と大幅な通貨の切り上げというショックが生じ、これが資本取引自由化プロセスを非常に複雑なものとしたが、この点でも為替レート制度の柔軟性の増大を検討中であり、かつ切り上げ期待にさらされている中国にとってrelevancyは大きいと考えられる。

（国際環境の相違点）

- ③ 他方、国際的な環境は当時と現在で大きく異なる点がある。1つは、自由化思想の浸透である。即ち、当時は先進国においても為替規制・資本取引規制は珍しいものではなかったが、現在では先進国はほぼ完全に資本取引を自由化しており、途上国においても、アジア危機以降一部に規制強化の動きもあるが、多くの国が相当に自由な資本勘定を有している。
- ④ また、国際的な資本フローの量も当時に比べれば圧倒的に増大している。これは資本フローの逆転のリスクを高めている<sup>\*45</sup>。

### （2）日本の経験に基づく中国へのimplication

#### ① gradualismの適切性

わが国はgradualismを採用した。60年の「貿易為替自由化計画大綱」の決定から79年改正まで約20年、外為業務の自由化まで更に約20年が経過した。資本取引自由化はそれだけ「影響が長くまた深い」問題であり、慎重な対応が行われた。この間、非居住者自由円勘定の導入など一部の自由化措置が短期資金の流出入チャネルとなったことは確かであるが、そうしたエピソードも資本取引

\*44 これに対し対外ポートフォリオ証券投資については、わが国では短資流入が問題となっただけでなく自由化が始まり、70年代半ばまで一般投資家（証券会社経由）も含め自由化が進められた。中国では既に人民銀行に認可された金融機関による手持ちの外貨を用いた債券投資は認められている（ただし、株式投資は原則禁止である）。

\*45 IMFの前Economic counselor・Director of Research DepartmentであったKenneth Rogoff氏は、IMFを退職する直前の2003年9月に、他の3人のIMFスタッフとともに資本取引自由化による国際金融市場へのintegrationが途上国にもたらす影響に関する最近の実証結果を包括的にサーベイする論文を公表した（Eswar Prasad, Kenneth Rogoff, Shang Jin Wei and M. Ayhan Kose, "Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence" IMF Occasional Paper 220 (2003)）。サーベイの結果、資本取引自由化を通じた国際金融市場への金融統合自体が資本のより効率的な配分等を通じてより高い成長をもたらすという理論的主張への強い支持は何ら存在しない、金融的に統合された途上国はマクロ経済の不安定性（消費の相対的不安定性で測られている）に対してマイナスの影響を受けていると見られる、との結論を見出している。



自由化措置が主な原因となって深刻な対外危機が引き起こされたケースとまでは言えないと考えられ、そうした意味では特に1960年代から70年代にかけての国際金融市場の激動期においてわが国でgradualismは機能したと思われる。中国においても下記の諸点を考えると基本的にはgradualismにのっとった対応が適当であると思われる。

まず第1に、大量急激な資本フローのリスクは、中国にとって現在でも既に相当大きなものとなっている可能性があることである。これは国際的な資本移動の量的増大という全体的な環境の変化もあるが、それに加え中国について経常取引関連の資本移動が無視できないものであるという事実がある。先に見たように、わが国ではニクソンショック時の短資流入の最大のチャネルの1つは、輸出前受け金の流入であった。中国においても、97、98年のアジア危機に際しての貿易信用の動きを見ると、元の切下げ期待の下で、輸出代金の回収を遅らせ（輸出信用債権の増）、輸入代金の支払いを前倒しし（輸入信用債務の減）といったリーズ・アンド・ラグズの動きがあったのではないかと見られる（図表7）<sup>\*46</sup>。更に、切下げ期待の下では、輸出価額の過少申告、輸入価額の過大申告等を通じて居住者の資金が海外に留保されるチャネルもありうる。このように、為替変動期待や国際収支不安が発生した場合の中国における短期的な資金フローのリスクは貿易関連を含め現状でも既に相当に大きなものとなっている可能性がある。貿易が今後拡大すれば経常取引関連での為替レート変動へのヘッジないし投機的動きは更に大きくなり、資本取引規制の実効性にも限界が生じる可能性がある。

第2に、上記のポイントとも関連するが、短期的な資本フローの方向は数年のタームでみれば180度転換しうるということにも留意を要する。先に見たように、わが国はニクソンショック前からの流入期、第1次石油ショック頃からの流出

期、77～78年の流入期、第2次石油ショック後の流出期と大きな転換が何度も起こっている。アジア危機も資本フローの逆流の破壊的な力を見せつけた。中国としても今後資本流出期がありうることを念頭に対応する必要がある。

第3に、capital flightの懸念があるかどうかとも留意事項である。日本では79年改正で円を外貨に交換して得た外貨による居住者外貨預金に対する金額制限（300万円）が撤廃され、無制限に外貨預金を持てるようになった。しかし、その残高は、最近増加傾向にあるとはいえ、2003年末現在で国内銀行の預金残高の1.6%と低い水準にとどまっている。これに対し、中国の国内地場銀行の預金残高に占める居住者外貨預金残高のシェアは8%前後を占めている<sup>\*47</sup>。このように外貨保有が日本より普及していることは中国において外貨志向が高いことを示すものとも考えられ、留意を要する。なお、M2のGDPに対する比率を見ると、日本では2002年末で約133%であるのに対し、中国では2003年末に200%近くに上るとされ、きわめて高いものとなっている<sup>\*48</sup>。

## ② 具体的な自由化プログラム策定上の留意点

こうした諸点に照らせば gradualism にのっ

図表7 中国の貿易信用の動向：1997～2003年  
(10億ドル)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
貿易信用債権の増 (- Ⅹ 1)	- 10.3	- 22.1	- 22.9	- 13.0	0.7	1.1	- 1.5
貿易信用債務の増 (+ Ⅹ 2)	4.0	0	13.3	18.2	- 2.4	2.8	4.7
ネット (1)+(2)	- 6.3	- 22.1	- 9.6	5.3	- 1.7	3.9	3.2

注) 貿易信用債権の増(-)は資本流出を、貿易信用債務の増(+)  
は資本流入を表す。

出典) 国家外貨管理局公表の国際収支統計における「other investment」の欄のtrade creditsのassetsとliabilitiesより作成。

\*46 中国の短期債務残高は96年末時点で254億ドル（対外債務残高の7.4%）、97年末315億ドル（同9.5%）と比較的低い水準に抑えられているが、アジア危機下で、「その他投資資金」は97年 255億ドル、98年 437億ドルの巨額の流出となっている（図表8）。即ち、仮にこの時期に巨額のFDIの流入がなかったとすると、元は大きな切下げ圧力にさらされていた可能性が高い。

\*47 渡辺利夫編（2003年）pp 162参照。

\*48 新華社財經ニュース2004年4月13日

とった自由化が適当であると思われるが、具体的な自由化プログラムの策定に当たっては、例えば、次のような諸点に留意することが重要であろう。

第1に、自由化を進めるに当たっては、自由化がもたらすリスクを取引種類毎に勘案し、リスクのより少ない取引（例えば直接投資）から先行的に自由化し、より高いリスクを伴う取引（例えば、短期融資）の自由化は相対的に遅いタイミングで実施することが望ましいと考えられる。わが国が60年という早い段階で導入した非居住者自由円預金勘定が、市場の激動期に短資フローの重要なチャンネルとなったことに留意する必要がある。

第2に、特定の取引の自由化を行う場合も試行的な自由化から始め、その結果を踏まえてより一般的な自由化に進むことが適当であると思われる。

第3に、自由化プロセスにおいて、状況の変化に応じて自由化スケジュールを柔軟に見直し、また自由化を一時的にストップすることを念頭において置くことも必要であると思われる。

第4に、自由化するとしても危機時におけるemergency measure発動の余地は留保しておくことが重要であると思われる。

第5に、わが国の為替管理が市場の安定性の確保に一定の効果を有したとすれば、それは銀行を通じない対外資本取引を出来るだけ限定し、銀行を為替管理メカニズムの担い手と位置付け、銀行監督を通じて資本フローの実効的コントロールを図ったことが寄与していると考えられる。中国が自由化を考えるに当たっても、銀行システムを通じた管理機能をいかに維持するかが重要であると考えられる。

### ③ タイムフレームと自由化の後戻りリスクの回避

このようにして自由化プログラムの策定を検討するにしても、同時に次の2点にも留意を要する。

第1に、gradualismにのっとりリスクをコントロールしながら自由化を進めるとしても、規制

の実効性の限界について留意が必要である。例えば、90年代にチリやコロンビアは短期資金流入を規制するため、対外借入れに対し無利子で一定の準備預金を置くことを義務付けたが、規制逃れを防止するため、その後この制度は他の潜在的な短資流入チャンネルに拡大された（特にチリでは潜在的に投機性のあるFDIにまで適用された）。このように、金融技術の発展、資本フローの規模拡大により、規制の有効性は60年代、70年代に比べると低下している可能性があり<sup>\*49</sup>、しかも規制が長期化すればするほどその効果は更に低下するおそれがあると思われる。これを考慮すれば、日本のように数十年かけて自由化を進めるといったタイムフレームでの改革は適当でなく、かなり短縮化されたものを考えざるを得ないと思われる。

第2に、短資流出入に対しわが国が行ったような為替管理・資本取引規制の頻繁な発動により対応すること、即ち自由化措置を状況に応じて後戻りさせることについては、60年代、70年代と異なり、現在では自由化思想が浸透し、現実に先進国、途上国を問わず資本取引の自由化がかなり進展していること、また当時の日本と異なり、現在の中国には外資銀行を含め外資企業が大量に進出しており、その国外関係企業が世界中に大量に存在すると考えられること等から、そうした政策は反発が強いものとなる可能性がある。このため、自由化はできる限り後戻りのない形で着実に進めることが重要であり、前述のように、試行的な自由化を先行させることによりできる限り後戻りのリスクを少なくすること、状況の変化に対しては先述の危機対応としてのemergency measuresの留保とその例外的発動により対応することが適当であると思われる。

### ④ 為替レート制度の見直しの先行の適切性

為替レート制度の見直しと資本取引自由化との関係については、資本取引規制の自由化は、ショックが発生した時に移動しうる資金量を増加させるということに留意を要する。これは資本取引規制緩和が対外投資を促進するものであろうが、対内投資を促進するものであろうが、変わり

\*49 Akira Ariyoshi et. al. "Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization" 2000 IMF Occasional Paper 190 pp 6-18参照。

はない。例えば、対外証券投資を自由化すれば、当初は流出促進となるが、いずれ対外投資残高が蓄積され、その売却が流入要因として機能することになる（認可された金融機関による対外債券投資の開始を背景に近年ポートフォリオ投資は資本流出要因となっていたが、元の切り上げ期待が高まった2003年は一転して流入要因となった（図表8参照））。したがって、為替レート制度の変更が資本フローにもたらす影響が懸念される状況にあるのであれば、資本取引規制の重要な自由化は為替レート制度変更の影響を見極めた上で行うことが適当であろう。

#### ⑤ 国内金融市場との関係

金融自由化と資本取引自由化との順序付けについては、（金融自由化の先行実施を支持する理論の述べる所とは異なり）わが国は金融自由化が資本自由化に遅れた。資本取引を自由化する場合、規制された国内金融市場と海外市場との間で資金の移動が加速され得るが、わが国では為替レートがフロートされた結果、圧力が緩和されたと考えられる。仮に中国において固定的な為替制度の下で、規制された国内金融市場への資本フローが自由化されると、資本移動は増幅される可能性がある。資本フローの絶対量が当時より増えていることからこの場合のリスクは大きいと思われ、為替レート制度の柔軟性の増大なしに内外金融市場の統合を進めることには大きな問題があると思われる。

#### ⑥ その他の留意事項

金融セクターの健全性は、資本取引自由化にとり重要な条件である。資本取引自由化により金融セクターは国際資本フローの不安定性によりdirectにさらされるため、特に金融セクターが財務の健全性を欠く場合には、金融危機の可能性を高め得る。このため、金融セクターの財務の健全性が十分とは思われない中国では、資本取引自由化に先立って、不良債権の処理、自己資本の充実等金融セクターの強化に努める必要がある。

また、中国には、わが国に見られない要素とし

て、（イ）香港ID保有者による元預金口座の存在、（ロ）外資企業への優遇扱い、（ハ）外資銀行の地場銀行とは異なる扱い、がある。（イ）は、わが国の非居住者自由円預金のように短期資金流入チャネルとなる可能性がある<sup>\*50</sup>。（ロ）と（ハ）は、今後内資と外資の扱いを揃えていくことが不可避であれば、外資を内資と同等とするか（外資にとっては規制強化となる）内資の扱いを外資に揃えるか（資本取引自由化の全体のスケジュールの中で考える必要がある）が、問題となる。

### おわりに

以上、本稿では終戦後から90年代までのわが国の資本取引自由化のプロセスを簡単にレビューしたうえで、わが国の経験を踏まえ中国の資本取引

図表8 中国の国際収支の推移：1997 2003年

（10億ドル）

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
I 経常収支	29.7	29.3	15.7	20.5	17.4	35.4	45.9
うち財・サービス収支	40.5	46.6	28.7	28.9	28.1	37.4	36.1
II 資本金収支	23.0	-6.3	7.6	1.9	34.8	32.3	52.7
うち直接投資	41.7	41.1	37.0	37.5	37.4	46.8	47.2
うちポートフォリオ投資	6.8	-3.7	-11.2	-4.0	-19.4	-10.3	11.4
うちその他投資	-25.5	-43.7	-18.1	-31.5	16.9	-4.1	-5.9
III 誤差脱漏	-17.0	-16.6	-14.8	-11.9	-4.9	7.8	18.4
IV 外貨準備	-35.7	-6.4	-8.5	-10.5	-47.3	-75.5	-117.0

注) 外貨準備はマイナスが増加を示す  
出典) 国家外貨管理局

\*50 新聞報道によれば、香港当局者は、3月10日、香港における人民元預金取り扱い銀行は35行、預金残高は20億元を超えたと表明したとされる。また、人民元預金の大半は香港ドルからの両替によるもので、例えば、HSBCなどでは新規の口座開設のうち、約75%が香港ドルからの両替で、現金の預入れは約25%にとどまるとしている。（日経金融新聞2004年4月1日）

自由化のあり方へのimplicationの抽出を試みた。

中国が現在置かれている内外の諸条件には、60年代、70年代当時のわが国と共通する点（高度成長、国際収支黒字、外貨準備の増加、通貨切り上げ圧力など）と、異なる点（資本取引規制撤廃の動きの世界的な浸透、クロスボーダーの資本フローの規模の拡大など）がある。また、為替管理・資本取引規制の基本的な仕組みについては、共通する点（原則禁止、資本流入促進が基本、銀行を通じた管理など）が多いが、異なる点（自国通貨の国際化に対する姿勢、外資企業の特別扱いなど）も認められる。

わが国が為替レート制度の変更と大幅切り上げを経験した60年代から70年代にかけての時期と比べると、クロスボーダーの資本フローの規模が拡大し、資本移動の潜在的インパクトがかつてよりも大きくなっている一方で、為替管理・資本取引規制による対応への国際社会の受容性が格段と低くなっており、為替レート制度見直しと資本取引の自由化が検討課題となっている中国にとっては、総じて、環境は厳しいものであるといえる。しかし、90年代末のアジア通貨危機の経験に見られるように資本取引自由化のstakeはきわめて大きい。本稿では、こうした観点に立ち、わが国の経験を踏まえた中国へのimplicationをできるだけ具体的に引き出すことに努めた。

本稿で提示した中国への示唆のポイントは次の通りである。

- ① 中国が現在既に直面していると思われる資本移動リスクや資本フローのreversalの潜在的可能性等を考慮すれば、中国においても基本的には日本がかつて採用したようにgradualismに基づいて資本取引自由化を進めることが適当と考えられる。
- ② 具体的自由化プログラムの策定に当たっては、例えば、リスクの少ない取引の自由化を先行させより大きなリスクの伴う取引の自由化は相対的に遅いタイミングとすること、試行的自由化から始め一般的自由化に進むこと、状況の変化に応じて自由化スケジュールを柔軟に見直すこと、危機時におけるemergency measuresを留保しておくこと、為替管理メカニズムの担い手としての銀行の役割

を維持することが重要であると考えられる。

- ③ ただし、規制の実効性がかつてより低下し、規制の長期化はそれを更に低下させる可能性があることから、自由化プロセスにはわが国のように数十年というタイムフレームではなくかなり短縮化されたものが求められていくと考えられる。
- ④ 為替レート制度見直しとの関係については、わが国の経験に照らせば、資本取引自由化は、それが対内投資を促進するものであれ、対外投資を促進するものであれ、外的ショックが発生したときに移動しうる資金量を増加させる効果を持つので、資本取引の重要な自由化は為替レート制度変更の影響を見極めたうえで行うことが適当と考えられる。
- ⑤ わが国では資本取引自由化が国内金融市場の自由化に先行したが、柔軟な為替レート制度の採用が行われたため、内外資本移動の圧力が緩和されたと考えられる。これに対し、中国で国内金融市場の自由化が進まない中で、固定相場を維持しながら資本自由化・内外金融市場の統合を進める場合には、規制された国内市場と自由な国際市場間の資本フローが増幅されるリスクがあると考えられる。
- ⑥ 中国に特有の問題として、国内金融セクターの健全性の強化の必要性、香港居住者の元預金の管理、外資と内資の異なる取り扱いの処理にも留意を要する。

中国経済の世界経済に占めるウェイトが急速に高まりつつある現在、今後中国が常に不安定性を内包するグローバルな金融市場との統合を過度のリスクを回避しつつ適切に進めることは、中国のみならず日本を含めた世界経済にとって極めて重要な課題であり、現在の中国のおかれた環境と多くの共通性のある数十年前のわが国の経験は、本稿で見たように、今後の中国の政策選択に対し有益なインプットを提供するものであると考えられる。

[参考文献]

[和文文献]

赤間弘・御船純・野呂国央「中国の為替制度について」2002、『日本銀行調査月報2002年5

月号』

荒巻健二「金融グローバリゼーションが途上国の成長と不安定性に及ぼす影響 IMFスタッフによる実証結果のサーベイ」2004、国際協力銀行『開発金融研究所報』2004年2月第18号

犬田章「わが国戦後の外国為替管理政策と長期・短期資本取引規制の緩和 「原則禁止」の外為法(1949年)から「原則自由」の外為法改正(1979年)までの30年間の歩み」2000年、中央公論事業出版

大蔵省銀行局「銀行局金融年報」各号、金融財政事情研究会

大蔵省財政史室編「昭和財政史 終戦から講和まで 15 国際金融・貿易」1976年、東洋経済新報社

大蔵省財政史室編「昭和財政史 昭和27～48年度 12 国際金融・対外関係事項(2)」1992年、東洋経済新報社

大蔵省財政史室編「昭和財政史 昭和27～48年度 18 資料(6)国際金融・対外関係事項」1998年、東洋経済新報社

大蔵省財政史室編「昭和財政史 昭和27～48年度 19 統計」1999年、東洋経済新報社

「大蔵省証券局年報」各号、金融財政事情研究会

「大蔵省国際金融局年報」各号、金融財政事情研究会

大橋容「短資規制の強化について」1971、『国際金融』1971年10月1日、477号

久保田勇夫「外為法改正後の短資の流出入等(1)(2)(3)」(大蔵省『ファイナンス』昭和56年7月、10月、12月)

桑田良望「外資系企業に対する中国の外貨管理 中国進出企業への実務マニュアル 2003年版」みずほ総合研究所

小浜裕久・渡辺真知子「戦後日本経済の50年 途上国から先進国へ」日本評論社、1996年

近藤武彦「資本流出規制の緩和について」1986、大蔵省『ファイナンス』86年10月

財務省財務総合政策研究所財政史室編「昭和財政史 昭和49～63年度 6 金融」2003年、

東洋経済新報社

財務省財務総合政策研究所財政史室編「昭和財政史 昭和49～63年度 11 資料(4)国際金融・対外関係事項・関税行政」2003年、東洋経済新報社

酒井良清・鹿野嘉昭「金融システム」2000年、有斐閣アルマ

中山高「変動相場制移行とその後の短資流入規制」『国際金融』478号、1971年10月15日

日本銀行金融研究所「新版 わが国の金融制度」1995年、日本銀行金融研究所

福井博夫編「新しい外国為替管理法の解説」大成出版社、1980年2月

藤岡真佐夫「国際化40年 日本の進む道」1994年、外国為替貿易研究会

藤田恒郎「最近におけるわが国の為替政策(上)(中)(下)」1971、大蔵省『ファイナンス』1971年7月 9月

渡辺利夫編「ジレンマの中の中国経済」2003、東洋経済新報社

[ 英文文献 ]

Akira Ariyoshi et al. "Capital Controls": Country Experiences with Their Use and Liberalization" 2000 IMF Occasional Paper 190

Age bakker and Bryan Chapple "Advanced Country Experiences with Capital Account Liberalization" IMF Occasional Paper 214

A Staff Team Led by Shogo Ishii and Karl Habermeier "Capital Account Liberalization and Financial Sector Stability" 2002, IMF Occasional Paper 211

Eswar Prasad, Kenneth Rogoff, Shang Jin Wei and M. Ayhan Kose, "Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence" 2003, IMF Occasional Paper 220

Peter J. Quirk, Owen Evans et. al. "Capital Account Convertibility Review of Experience and Implications for the IMF Policies" 1995, IMF Occasional Paper 131